

UNIVERSIDAD CATÓLICA SANTO TORIBIO DE MOGROVEJO

FACULTAD DE DERECHO

ESCUELA DE DERECHO



**LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS EN EL MERCADO DE
VALORES Y LA REGULACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE
INTERESES**

**TESIS PARA OPTAR EL TÍTULO DE
ABOGADO**

AUTOR

JOEL RICARDO BUENO ARIAS

ASESOR

ERIKA JANET VALDIVIESO LÓPEZ

<https://orcid.org/0000-0001-5363-6617>

Chiclayo, 2020

**LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS EN EL
MERCADO DE VALORES Y LA REGULACIÓN DE LOS
CONFLICTOS DE INTERESES**

PRESENTADA POR:

JOEL RICARDO BUENO ARIAS

A la Facultad de Derecho de la
Universidad Católica Santo Toribio de Mogrovejo
para optar el título de

ABOGADO

APROBADA POR:

Manuel Francisco Porro Rivadeneira

PRESIDENTE

Beatriz Arbañil Chicoma

SECRETARIO

Erika Janet Valdivieso López

VOCAL

Dedicatoria

Gracias a Dios por todas las bendiciones que me otorga, y a mi familia por su apoyo incondicional en cada etapa de mi vida.

Agradecimientos

A mi asesora Erika Valdivieso López, por haberme brindado su apoyo y valioso tiempo durante la redacción de la presente investigación.

A Luis Henry Heras Zárate, por haber despertado en mí el interés por esta rama del derecho, sin él esto no habría sido posible.

"No hay nada más difícil de planificar, ni más peligroso de gestionar, ni menos probable de tener éxito, que la creación de una nueva manera de hacer las cosas, ya que el reformador tiene grandes enemigos en todos aquellos que se beneficiarían de lo antiguo, y solamente un tibio apoyo de los que ganarían con lo nuevo. La tibieza proviene en parte del miedo a los adversarios, que tienen las leyes a su favor, y en parte de la incredulidad de la humanidad, que en realidad no cree en nada nuevo hasta que lo haya experimentado." Nicolás Maquiavelo.

Índice

RESUMEN	8
ABSTRACT	9
INTRODUCCIÓN	10
CAPÍTULO I: LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS Y EL MERCADO DE VALORES	13
1.- EL SISTEMA FINANCIERO	13
1.1.- GLOBALIZACIÓN	14
1.2.- SECTORES DEL SISTEMA FINANCIERO	15
1.2.1.- LA INTERMEDIACIÓN DIRECTA	15
1.2.2.- LA INTERMEDIACIÓN INDIRECTA.....	16
2.- FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES	16
2.1.- UNA FORMA DE EXPLICAR EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES: LOS PRINCIPIOS RECTORES.....	18
2.1.1.- LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN, LA PUBLICIDAD Y LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO COMO MECANISMOS PARA LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA.	19
2.1.2.- LA PROTECCIÓN Y DEFENSA DEL INVERSIONISTA	24
2.2.- ACCESO DE LAS EMPRESAS AL MERCADO	26
2.3.- LA NEGOCIACIÓN EN BOLSA	29
2.3.1.- LA PARTICIPACIÓN DE AGENTES DE INTERMEDIACIÓN.....	32
2.3.2.- LA CLASIFICACIÓN DE RIESGO COMO MECANISMO DE TRANSPARENCIA.....	34
2.4.- LA INVERSIÓN COLECTIVA Y LA PROVEDURIA DE PRECIOS	36
2.5.- EL GOBIERNO CORPORATIVO: IMPORTANCIA Y CRÍTICA	40
3.- HACIA UNA NOCIÓN DE CONGLOMERADOS FINANCIEROS	46
3.1.- CONCENTRACIÓN ECONÓMICA	46
3.2.- GRUPOS EMPRESARIALES	48
3.2.1.- EL GRUPO COMO REALIDAD ECONÓMICA.....	49
3.2.2.- EL GRUPO DESDE LA PERSPECTIVA JURÍDICA.....	50
3.2.3.- LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS.....	52
CAPÍTULO II: CORRIENTES REGULATORIAS, RIESGOS Y CONFLICTOS DE INTERÉS AL INTERIOR DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS.....	57
1.- DISTINTAS FORMAS DE REGULAR A LOS CONGLOMERADOS.....	57
1.1.- REGULACIÓN PRUDENCIAL	58
1.2.- AUTORREGULACIÓN.....	62
1.2.1.- LO POSITIVO DE LA AUTORREGULACIÓN.....	64

1.2.2.- LAS CRÍTICAS A LA AUTORREGULACIÓN	64
1.3.- DESREGULACIÓN	67
2.- RIESGOS DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS.....	70
2.1.- RIESGO DE CONFLICTO DE INTERÉS	71
2.2.-RIESGO REPUTACIONAL VINCULADO AL RIESGO DE CONFLICTO	74
2.3.-FALTA DE TRANSPARENCIA DE LA ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL DE LOS CONGLOMERADOS.....	75
3.- CLASIFICACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERES.....	76
3.1.- VENTA ATADA	76
3.2.- INEFICIENTE ROL FIDUCIARIO	79
3.3.- RECOMENDACIONES SESGADAS, RECOMENDACIONES INAPROPIADAS O <i>SUITABILITY</i> , E INVERSIONES SESGADAS.....	80
3.4.- USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA y <i>FRONT RUNNING</i>	82
3.5.- ASIGNACION SESGADA DE TRANSACCIONES.....	85
3.6.- MARKET TIMING Y LATE TRADING EN PRIVILEGIO DE CLIENTES	86
3.7.- USO DE VALORES EN CUSTODIA	87
3.8.- TRANSACCIONES FUERA DE PRECIOS DE MERCADO.....	89
CAPÍTULO III: LA REGULACION DE LOS CONFLICTOS DE INTERES PARA EL DESARROLLO TRANSPARENTE DEL MERCADO DE VALORES PERUANO	90
1.- MECANISMOS REGULATORIOS.....	90
1.1.- SEPARACIÓN LEGAL DE ACTIVIDADES	90
1.2.- IMPEDIMENTOS EN LA ESTRUCTURA OPERACIONAL.....	91
1.3.- REVELACIÓN DE POTENCIALES CONFLICTOS	92
1.4.- HERRAMIENTAS REPUTACIONALES.....	94
1.5.- HERRAMIENTAS DE CONTROL INTERNO	97
1.6.- ABSTENCIÓN VOLUNTARIA.....	100
1.7.- SUPERVISIÓN DIRECTA	102
1.8.- POSIBILIDAD DE OBTENER TUTELA	103
2.- DESCRIPCIÓN DE LOS MECANISMOS REGULATORIOS PERUANOS EN MATERIA DE CONFLICTO DE INTERES.....	105
2.1.- LA INTERMEDIACIÓN DE VALORES, DESDE LOS DEBERES GENERALES HASTA LA REGULACIÓN DE SUS SISTEMAS DE CONTROL.....	105
2.2.- MECANISMOS REGULATORIOS EN LA INVERSIÓN COLECTIVA	111
2.3.- LA REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES INTRAGRUPPO	113
2.4.- LA SUPERVISIÓN Y EL RÉGIMEN SANCIONATORIO.....	116

3.- DIRECTRICES PARA LA REGULACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERESES	119
3.1.- ES NECESARIO DEFINIR Y CLASIFICAR LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LA REGULACIÓN PERUANA.....	119
3.2.- DEBERÁ REGULARSE LA FUNCIÓN DE ASESORÍA DE INVERSIÓN	120
3.3.- DEBERÍA INCLUIRSE A LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN LA REGULACIÓN DE OPERACIONES ENTRE VINCULADOS.....	125
3.4.- ES NECESARIO AJUSTAR LA GRAVEDAD DE LAS SANCIONES VINCULADAS A CONFLICTOS DE INTERÉS	127
3.5.- LAS RESPUESTAS AL REPORTE SOBRE EL CUMPLIMIENTO DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS NO SON SATISFACTORIAS	129
3.6.- SOBRE LA CREACIÓN DE UN REGISTRO DIFERENCIADO DE CONFLICTOS DE INTERÉS	133
CONCLUSIONES.....	135
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	137

RESUMEN

La presente investigación pretende describir la dinámica del mercado de valores peruano desde la perspectiva jurídica, teniendo en cuenta el fenómeno de la concentración económica de las empresas del sector financiero y de valores, conocidas como conglomerados financieros. Además, buscará explicar cómo es que dicho fenómeno desencadena un latente riesgo de conflictos de interés que serán descritos junto con los mecanismos regulatorios y de control que el regulador ha establecido, así como aquellos cambios que resultarán necesarios para afrontar esta problemática, promoviendo el desarrollo ordenado y transparente del mercado.

PALABRAS CLAVE: Mercado de Valores, concentración económica, conglomerados financieros, conflicto de interés.

ABSTRACT

This research aims to describe the dynamics of the Peruvian stock market from a legal perspective, taking into account the phenomenon of economic concentration of companies in the financial and securities sector, known as financial conglomerates. In addition, it will seek to explain how this phenomenon triggers a latent risk of conflicts of interest that will be described together with the regulatory and control mechanisms that the regulator has established, as well as those changes that will be necessary to sort this problem, promoting orderly development and transparent from the market.

KEYWORDS: Stock market, economic concentration, financial conglomerates, conflict of interest.

INTRODUCCIÓN

El sistema financiero es un mecanismo que facilita las transacciones de instrumentos financieros entre los vendedores y compradores, siendo el tipo de instrumentos que se negocian, activos financieros. Parte del mercado financiero es el Mercado de Capitales, también conocido como Mercado de Valores, en el cual no se negocia directamente con dinero, sino con valores mobiliarios u otros instrumentos representativos de un valor. Este mercado regula el proceso de emisión, colocación, distribución e intermediación de dichos valores.

Las personas jurídicas que forman parte de este mercado, en su mayoría, se organizan en grupos económicos, esto quiere decir que son parte de un conjunto de empresas con una dirección unificada. Cuando estas empresas se dedican especialmente al rubro de la intermediación financiera, se les llama conglomerados financieros. Mediante esta estructura organizacional los grandes grupos empresariales logran acaparar el mercado, pues cumplen una multiplicidad de roles que les permite cerrar todo el círculo económico en el que se desempeñan.

Debido a que estas empresas se desempeñan fundamentalmente en el rubro bancario y de valores, constituyen sociedades agentes de bolsa, sociedades intermediarias de valores, administradoras de fondos mutuos, sociedades titulizadoras, bancos de inversión, etc. Por lo que todas ellas al pertenecer a un mismo conglomerado financiero, cumplen una multiplicidad de roles en el mercado de valores, ya sea como estructuradores de las ofertas públicas de adquisición, o en la emisión de los valores, o hasta incluso en la compra de las mismas. A esto se suma que para participar de las ofertas públicas de adquisición es obligatoria la intervención de un agente intermediador, que en muchas ocasiones cumple el rol de asesorar al inversionista privado.

Ante la realidad económica del Perú, donde el mercado financiero es muy reducido y concentrado, la existencia de intereses distintos y contrapuestos entre los *stakeholders* hace inevitable la aparición de conflictos de interés.

En los mercados bursátiles estos conflictos están siempre presentes, pues se causan casi en su mayoría por la antes mencionada multiplicidad de roles o funciones que los conglomerados financieros realizan. Frente a esta realidad, la obligación de los reguladores es velar por la correcta resolución de dichos conflictos, pues se puede optar por resolverlos de forma inadecuada perjudicando a alguna de las partes, a los diversos grupos de interés o a la transparencia del mercado en su conjunto. Mientras que, por otro lado, ante supuestos inevitables de conflictos, estos puedan preverse con anticipación.

Por todas estas razones, la presente investigación busca Establecer propuestas de mejora a la regulación vigente del mercado de valores peruano, para impedir la resolución indebida de los conflictos de intereses causados por los conglomerados financieros, de manera que se promueva el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista. Planteándose de qué manera deberá mejorarse la regulación en el mercado de valores peruano, para impedir la resolución indebida de los conflictos de intereses que causan los Conglomerados Financieros.

Teniendo en cuenta que sí, el regulador del mercado de valores define y clasifica en forma clara los supuestos de conflicto de interés, regula la función de asesoría de inversión, incluye a los inversionistas institucionales en la regulación de las operaciones entre partes vinculadas, ajusta la gravedad de las sanciones referentes a conflictos de interés, aumenta su exigencia para las respuestas del reporte de cumplimiento de buen gobierno corporativo y crea un registro diferenciado de sanciones por conflictos de interés; entonces se impedirá la resolución indebida de los conflictos de intereses que causan los conglomerados financieros.

Esta tesis se encuentra dividida en tres capítulos, el primero de ellos orientado a la descripción de la dinámica y funcionamiento de los mercados financieros en la intermediación directa e indirecta, así como a realizar un acercamiento a los principios rectores del mercado de valores peruano, para finalmente aterrizar en una descripción de los grupos empresariales, específicamente los conglomerados financieros. Posteriormente, en el desarrollo del segundo

capítulo se describe lo que las distintas corrientes regulatorias proponen frente a la aparición de conglomerados financieros, así como los riesgos vinculados a conflictos de interés; además, será en el desarrollo de este capítulo que se describirán diversos supuestos de conflicto específicos del mercado de valores, y se pretende esbozar una descripción de los sujetos e intereses intervinientes en un conflicto de esta naturaleza. Finalmente, el tercer capítulo aterriza en la legislación peruana en materia de valores, específicamente en los mecanismos de control y regulación de conflictos de interés, realizando una apreciación crítica, plasmando las propuestas a las que se ha arribado luego de haber analizado la situación del mercado peruano de valores.

CAPÍTULO I: LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS Y EL MERCADO DE VALORES

En el presente capítulo se pretende describir a los mercados financieros, tanto el sector de intermediación indirecta como directa, para posteriormente describir el funcionamiento del mercado de valores peruano y los diversos agentes que intervienen. Finalmente profundizaremos en la concentración económica, pasando por los grupos de empresas, para concluir con el tópico de los conglomerados financieros.

1.- EL SISTEMA FINANCIERO

Para iniciar el estudio de la problemática, es necesario partir de la definición de sistema financiero. Este puede entenderse como un conjunto de instituciones encargadas del flujo monetario, la captación y administración de recursos financieros; y que, además, es un sistema que se encuentra regulado y supervisado por el Estado. Podría decirse que tiene como principal función regular los mercados de compra y venta de activos financieros, o valores,¹ de los “agentes superavitarios y los agentes deficitarios”². Mediante estos mercados financieros se facilita la inversión y financiamiento, para lo cual se emplea la intermediación financiera. Quienes cumplen con esta función son

¹Cfr. MADURA, Jeff. Mercados e Instituciones Financieras. México D.F., Internacional Thomson Editores 2001, p. 2.

² Un agente económico superavitario es aquel que tiene un exceso de fondos pues tiene mayores ingresos que egresos. Dichas personas buscar colocar racionalmente estos excedentes en alternativas de inversión, en las cuales estudian la rentabilidad y riesgo. Por otro lado, los agentes deficitarios serán aquellos que necesitan fondos porque tienen menos ingresos que egresos, por lo tanto, necesitarán formas de financiar sus proyectos de inversión. Cfr. LÓPEZ-ALIAGA C, Rafael y SOUZA DEBARBIERI, Lorenzo. La intermediación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú. En: Derecho y Sociedad Año VIII número 12, [2001], p.110-111.

denominados intermediarios financieros, y emplean ciertos instrumentos para hacer posible la transferencia de fondos de ahorros a las unidades productivas.

1.1.- GLOBALIZACIÓN

Este fenómeno mundial es parte del proceso natural del crecimiento de las economías nacionales y su desarrollo moderno. A pesar de que el término globalización es de uso frecuente, no existe una definición unánime. Sin embargo, el significado más común o medular de globalización económica, según el Banco Mundial, se relaciona con el hecho de que en los últimos años una gran parte de la actividad económica del mundo (que aumenta rápidamente) tiene lugar entre sujetos de distintos países. Debe entenderse a la globalización como modernización y desarrollo de los sistemas de comunicación mundial e integración económica entre los países, con énfasis en la mejora de las condiciones económicas relacionadas con la movilidad de recursos financieros y comerciales.

Ya desde hace varios años el proceso de globalización ha generado un mayor crecimiento y complejidad en los mercados. Esta internacionalización en ocasiones ha causado una mayor profundización de las crisis y problemas de los mercados financieros, lo cual ha obligado a gobiernos a replantear su marco regulador relacionado con la mejora y adaptación de sus sistemas de supervisión.³ Se debe aclarar que la internacionalización comprende tanto la expansión al exterior como la inversión de capital extranjero en los mercados locales⁴.

³ Cfr. ROCCA CARBAJAL, Lilian. El mercado de valores en fácil, 1ª ed., Lima, Fondo Editorial de la PUCP, 2017, p. 17.

⁴ARIAS, Leonel. Expansión internacional: ventajas, amenazas y retos. En: Istmo, liderazgo con valores [en línea]. Edición 295, Sección Alta Dirección. [Consultado 15 de octubre 2017]. Obtenido en: http://dim-id.com/clientes/istmo/istmo.mx/2008/03/expansion_internacionalventajasamenazasyretos/index.html

1.2.- SECTORES DEL SISTEMA FINANCIERO

Dependiendo de la forma en que se constituyan los activos financieros, y la forma y mercados en que se negociarán, la intermediación puede ser directa, o indirecta.⁵

1.2.1.- LA INTERMEDIACIÓN DIRECTA

La intermediación será directa cuando el agente superavitario asume directamente el riesgo de otorgar sus recursos al agente deficitario al negociar directamente valores mobiliarios y otros instrumentos financieros. El contacto entre ambos puede efectuarse a través del mercado de valores y sus instituciones especializadas de intermediación.⁶

Es importante resaltar que este mercado de Intermediación directa resulta muy ventajoso para ambos tipos de agentes, pues, permite entre otras cosas la negociación de grandes sumas de dinero, a corto o largo plazo, con una amplia gama de mecanismos prácticos y eficientes, que no requieren que el agente deficitario otorgue en prenda ningún activo para acceder a dicho capital; además posibilita al inversionista analizar cuál es la combinación de rentabilidad y riesgo que desea asumir, ajustándose más a sus necesidades.⁷

Los llamados inversionistas institucionales cumplen un rol importante en el funcionamiento del mercado, y se encuentran descritos por el artículo 8 inciso “j” del Decreto legislativo 861⁸. La mayoría de dichos inversionistas

⁵ Cfr. RODRIGUEZ ROMAN, Karem. Sistema Financiero peruano. Actualidad Empresarial N° 265 – Segunda quincena de octubre 2012, p. 1-2. Obtenido de: http://aempresarial.com/servicios/revista/265_9_KLHHWEYODZXIJWLUQCGUXCBKSZOMAEPLPXSMBRAFRXNBTZVJCB.pdf.

⁶ Cfr. ROCCA CARBAJAL, Lilian. El mercado de valores en fácil, 1ª ed., Lima, Fondo Editorial de la PUCP, 2017, p. 18-20.

⁷ LÓPEZ-ALIAGA C, Rafael y SOUZA DEBARBIERI, Lorenzo. La intermediación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú. En: Derecho y Sociedad Año VIII número 12. p.110- 111.

⁸ Decreto Legislativo 861 “Ley del Mercado de Valores” Artículo 8° inciso j) Inversionistas institucionales: Los bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, los agentes de intermediación, las administradoras privadas de fondos de pensiones, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de fondos mutuos, así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas a las que CONASEV califique como tales.

institucionales en el Perú se encuentran organizados como conglomerados financieros, grupos empresariales de los que comentará más adelante, y son los que realizan las más grandes inversiones.

1.2.2.- LA INTERMEDIACIÓN INDIRECTA

Se le denomina como sistema de intermediación indirecta porque la entidad financiera capta los recursos de los agentes superavitarios pagándoles una tasa de interés pasivo para luego colocarlos a través de créditos u otra modalidad a los agentes deficitarios, recibiendo una tasa o interés activo. Producto de la diferencia entre ambas operaciones el agente financiero obtendrá una ganancia denominada *spread*. De manera que, a diferencia de la intermediación directa, ambos agentes se vincularán mediante un intermediario, y quien aporte sus recursos no tendrá ninguna relación con las personas que solicitarán un crédito, o con quienes negocie el banco.⁹

Por un lado, resulta beneficioso para el banco, pues esto le permite trabajar con dinero ajeno, haciéndolo producir ganancias, de las cuales devolverá una parte mínima a su ahorrista como tasa de interés pasivo. Y, por otro lado, en cuando al ahorrista, esto resulta no tan beneficioso, pues si bien el banco tiene un compromiso con él de custodiar sus recursos, pagar intereses y devolvérselos cuando se solicite, (así tenga ganancias o pérdidas) el titular de dicho activo podría hacerlo producir más si asumiera el riesgo de sus propias inversiones en el mercado de intermediación directa. Valgan verdades no todas las personas piensan en la ganancia al depositar sus recursos en bancos o cajas, algunos lo escogen solo con la finalidad de salvaguardarlos.

2.- FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES

Un mercado financiero es el entorno en el que se realiza el intercambio de activos financieros y se determinan sus precios, y un activo financiero, será aquel derecho que obtiene el poseedor a recibir del emisor flujos constantes de

⁹ Cfr. ROCCA CARBAJAL, Lilian. El mercado de valores en fácil, 1ª ed., Lima, Fondo Editorial de la PUCP, 2017, p. 19.

efectivo; por lo que comprende tanto un derecho como una obligación¹⁰. Los activos financieros a los que nos referimos son los valores mobiliarios.

Algunas de las características intrínsecas de dichos valores son la liquidez, el riesgo y la rentabilidad. Cuando nos referimos a la primera, hablamos de la posibilidad de recuperar de forma fácil e íntegra el valor del activo en dinero. Esta es una de las principales razones de su adquisición y emisión. Por un lado, desde la óptica de las empresas, se necesita liquidez para poder ejecutar sus proyectos, y en ciertos casos el endeudamiento a través del crédito bancario no resulta la mejor opción, por lo que se acuerda emitir valores. Desde la posición de los inversionistas la liquidez también resulta beneficiosa, ya que un valor puede ser transformado en dinero o transferido de forma relativamente sencilla y rápida.

En cuanto a la segunda característica (el riesgo), esta debe ser entendida como la probabilidad de obtener una ganancia o pérdida respecto a lo invertido. Esto es un elemento distintivo de la intermediación directa, ya que en el otro mercado financiero las instituciones bancarias asumen todo el riesgo sobre el dinero que le confían sus ahorristas. El incremento en la asunción del riesgo naturalmente conllevará a la expectativa de mayores beneficios. Esto resultará positivo tanto para las empresas emisoras como para los inversores. Los emisores no apalancarán sus proyectos arriesgando su capital (como si lo harían obteniendo crédito), sino el de otros agentes, es decir, comparten ese riesgo con quienes adquieran sus valores. Por su parte, los inversionistas se beneficiarán, ya que asumiendo este riesgo adquieren una posibilidad de incrementar su capital (mayormente la ganancia es superior a la que ofrece la banca).

Por último, la rentabilidad, que puede ser descrita como la relación entre el capital invertido y los rendimientos efectivamente obtenidos, es decir, cuánto se ganó respecto a lo que se invirtió. El rendimiento dependerá directamente del

¹⁰ Cfr. RICRA MILLA, Mariela Melissa. MERCADO DE VALORES PERUANO. ACTUALIDAD EMPRESARIAL N° 279 Segunda Quincena de mayo 2013. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en http://aempresarial.com/servicios/revista/279_9_NOACLIXZKLIHPJDPEGQXXHPKCOFPCZDQAFCIDCSOKHVAQZPVF.pdf

éxito o fracaso de la empresa que emitió los valores, por lo que quienes inviertan en ellos, adquirirán la calidad de interesados (stakeholders), y les importará el buen desempeño de la empresa tanto como a cualquiera de sus directivos, accionistas o trabajadores.

2.1.- UNA FORMA DE EXPLICAR EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES: LOS PRINCIPIOS RECTORES

El mercado de valores es aquel en el que se negocian valores mobiliarios, que no son más que activos financieros intangibles, cuyo valor consiste en el derecho de obtener un beneficio traducido en uno o más pagos futuros¹¹. Dicho de otra forma, en este mercado se intercambian promesas de dinero hoy, por promesas de dinero mañana, es decir, intercambian valores representativos de promesas de dinero futuro.¹²

Este mercado se edifica en la base de ciertos principios fundamentales, que, en conjunto, procuran su correcto funcionamiento y engloban los ideales que deben servir de sustento a la regulación nacional. Según lo establecido en artículo 1° del Título Primero del Decreto Legislativo 861 “Ley del Mercado de Valores”¹³, su finalidad es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista.

La transparencia del mercado es desarrollada en los artículos 10 a 12 de la LMV, siendo dividida en tres aspectos: la calidad de la información, la publicidad y la transparencia del mercado propiamente dicha. Que el mercado sea transparente y la información sea pública, son presupuestos para proceder a calificar a la información como “información de calidad”.

¹¹ Cfr. PAOLANTONIO, Martín. El Derecho del Mercado de Capitales. Universidad de Buenos Aires, 2010, p. 261.

¹² REGGIARDO DENEGRI, Aldo. Apuntes en torno a la intermediación bursátil, el contrato de comisión mercantil y su relación con los intermediarios bursátiles. Revista THEMIS N° 40, Perú, 2000, p. 50.

¹³ LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

2.1.1.- LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN, LA PUBLICIDAD Y LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO COMO MECANISMOS PARA LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA.

Debido a que en este mercado el inversionista o agente superavitario es quien asume todo el riesgo de una operación, la información juega un rol fundamental, pues le brinda al inversor la seguridad de que los únicos riesgos que asumirá son los que resulten de su propia decisión. Dicha decisión se obtiene mediante un análisis de la información disponible en el mercado. Por lo que “un mercado eficiente es aquel donde los precios de los valores reflejan rápida y completamente toda la información disponible.”¹⁴

La defensa de la transparencia del mercado se fundamentaría en la teoría denominada “Hipótesis de los Mercados de Capital Eficientes” (en adelante HMCE) que en palabras de Martínez¹⁵ señala que los precios de los valores, en cuanto son bienes negociables en un mercado, reflejan la información que de ellos exista. En consecuencia, a esta teoría surgen tres tipos de versiones la débil, la semi-fuerte, y la fuerte.

La primera versión, consiste en que los precios de los valores reflejan la información histórica pasada, es decir que no se podrá utilizar para predecir movimientos futuros en los precios puesto que siempre existirá un desfase.

Por otro lado, la versión semi-fuerte consiste en que los precios de los valores en el mercado reflejan instantánea o muy rápidamente la información que se hace pública, la cual es procesada por el mercado y reflejada en los precios. Esta es la versión más aceptada de la HMCE, puesto que, si los precios expresan toda la información disponible en el mercado, existirá una valoración real en el precio.

¹⁴ PAREJA PALOMINO, Julio; VALVERDE CASAS, Nicolás; ISLA RODRIGUEZ, Paulo César. Hechos de Importancia: Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01. Revista IUS ET VERITAS N° 48, Perú, 2014, p. 362.

¹⁵ MARTÍNEZ, Juan José. Los objetivos de la regulación del mercado de valores en la legislación nacional: Análisis Crítico. Revista THEMIS, Revista de derecho N° 47, 2003, p. 236. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://themis.pe/revista-themis/themis-47-libre-competencia/>

Finalmente, la versión fuerte de la HMCE indica que los precios de los valores en el mercado deben reflejar absolutamente toda la información pública e incluso la privada. Con esto nos referimos a la que pueden brindar las personas que tienen acceso a la información privilegiada de las empresas, como por ejemplo los accionistas mayoritarios u otros miembros de los órganos de dirección, llamados *insiders*.¹⁶

En el Perú se ha tomado como punto de partida la versión semi-fuerte, porque si asumimos esta versión de la HMCE, el objetivo de transparencia requiere que toda la información relevante referida a los valores, la empresa emisora, sus actividades y su desempeño, sea hecha pública. A mayor información revelada y divulgada, mayor eficiencia en el mercado de valores. El objetivo de transparencia es finalmente un requerimiento de información, para alcanzar eficiencia en el mercado. La versión semi-fuerte de la HMCE es concordante con la regulación de los “Hechos de Importancia”.

Del mismo modo, la presencia de la postura adoptada por el legislador se observa en el cuidado y protección que le otorga a la información privilegiada en su respectivo reglamento¹⁷, pues a diferencia de la versión fuerte, el uso de la información privada que pudieran filtrar los *insiders*, es sancionado por la SMV, independientemente de la responsabilidad penal que acarrea.

Por tal motivo, el artículo 10 de la LMV establece que toda información proporcionada al mercado en su conjunto debe ser veraz, suficiente y oportuna, en otras palabras, información de calidad.

La veracidad se traduce en la correspondencia entre la información disponible en el mercado y la realidad. Luego si hablamos de suficiencia, nos referimos a que la información disponible nos permita disminuir el riesgo natural de una inversión, pues en el caso de que la información existente no brinde claridad sobre ciertos aspectos del emisor o esté incompleta, lo más lógico será que el

¹⁶Cfr.ZABLOTSKY, Edgardo E. Eficiencia del Mercado de Capitales. Una ilustración. Universidad del CEMA, Buenos Aires, 2001, p 5-7. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/194.pdf>

¹⁷ REGLAMENTO CONTRA EL ABUSO DE MERCADO NORMAS SOBRE USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y MANIPULACIÓN DE MERCADO. Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://www.smv.gob.pe/sil/MV0005201200000003.pdf>

inversor se aparte y busque otra opción, pues si la decisión de inversión se mantiene será más un intento de probar suerte, y no una decisión razonada. Por último, la información será oportuna cuando sea puesta a conocimiento del mercado cuanto antes, entiéndase, de forma pertinente. De nada vale que la información sea puesta de conocimiento del público, cuando la misma ya está provocando sus efectos y cuando pudo haber influido en el valor de los activos que se negocian, porque de haberse conocido con la debida anticipación las decisiones de los inversionistas habrían sido radicalmente distintas.

No cabe duda de que el mejor guardián de sus intereses es el propio inversionista, por lo que brindarle información de calidad es la mejor forma de protegerlo. Dicho privado, no necesita que el Estado decida por él, o lo guíe en su accionar, no se necesita ese tipo de intervencionismo lo único que requiere es que se disminuya la asimetría informativa, brindándoles a todos, ya sean grandes empresas o inversionistas individuales, la misma información y las mismas oportunidades.

Para acceder a toda la información de las entidades que cotizan en bolsa se debe acudir al Registro Público del Mercado de Valores (en adelante registro). Este ordena y clasifica toda la información disponible en múltiples sectores y brinda un servicio de acceso público. El registro es uno de los mecanismos de transparencia más importantes de nuestro mercado de valores y a su vez, es el mecanismo de publicidad por excelencia, pues tiene como finalidad, poner a disposición de los inversionistas toda la información necesaria para la toma de decisiones, como, por ejemplo, la información financiera, memorias anuales, hechos importancia, prospectos informativos, reglamentos de participaciones de fondos y política de inversiones, etc.

De acuerdo al artículo 13° de la LMV toda entidad que participe de este mercado está obligada a facilitar al regulador la información que la LMV y otras disposiciones de carácter general le soliciten. Si bien la responsabilidad de la veracidad de la información recae en quien la brinda, existen otros métodos para controlarla, como por ejemplo imponer como obligación la participación de Auditoras Externas, Clasificadoras de Riesgo y/o Empresas Proveedoras de

Precios, en el proceso de obtención de la información que se brindará al registro, siempre en aras de la transparencia.

Una de las formas de procurar mayor información de calidad al mercado es mediante los antes mencionados, hechos de importancia, los cuales son incorporados por el artículo 28° de la LMV y detallados más a fondo en su reglamento¹⁸. Esta figura consiste en que cualquier acto, decisión, acuerdo o negociación que la empresa lleve a cabo, y que potencialmente pueda afectar a la empresa, a los *stakeholders*, a la determinación del precio de los valores, a su negociación o incluso a la opinión que puedan formarse los inversionistas, deberá ser puesta de conocimiento cuanto antes a la SMV. Además, de acuerdo al artículo 3° de su reglamento, estos incluyen a la información de su grupo económico, que conozca o que debería conocer.

Algunos hechos de importancia pueden ser considerados como “información reservada”; esto quiere decir que al ser evaluados por la SMV, se determina que su divulgación prematura podría afectar al mercado, por lo que se considera prudente no hacer pública dicha información hasta que la causa de reserva cese. En estos casos, la SMV enfrenta la disyuntiva de sacrificar el carácter oportuno de la información de calidad y evitar un daño mucho mayor al mercado o a la empresa que brinda la información. Existe cierta información que no debe ser puesta a conocimiento del mercado, esta es la información privilegiada de las empresas. Es aquella información a la que solo pueden acceder los directivos de las empresas, o los que participan en las negociaciones, y no debe ser divulgada porque representa planes futuros o condiciones de una empresa que pueden brindar una ventaja financiera injusta a quien la obtiene respecto del resto de agentes del mercado.

Por otro lado, entre la información a la que se puede acceder mediante el Registro, encontramos a los estados financieros de las entidades que cotizan en bolsa o brindan algún servicio, los cuales son actualizados periódicamente. Estos son: Balance general, Estado de Resultados, Estado de cambios en el Patrimonio Neto, Estado de Flujos de Efectivo, Notas a los Estados Financieros

¹⁸ REGLAMENTO DE HECHOS DE IMPORTANCIA E INFORMACIÓN RESERVADA. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSP0005201400000&CTEXTO=

e Informe de Gerencia. En el caso de los grupos económicos, incluso se les requiere los Estados Financieros Consolidados.

Esta información nos permite conocer la situación real y actualizada de una empresa. Por ejemplo, accediendo a sus Balances Generales se puede analizar su desempeño en el tiempo, ratios de liquidez, endeudamiento; o estudiando sus Estados de Ganancias y Pérdidas se puede observar los márgenes de utilidades netas disponibles para accionistas, o las utilidades retenidas; incluso utilizando los Estados Consolidados se pueden advertir riesgos o deficiencias al interior del grupo empresarial, etc. Las posibilidades son ilimitadas una vez que la información financiera es hecha pública.

Cabe preguntarse lo que sucedería si dicha información financiera fuera falsa. Con esto nos referimos a que los Estados Financieros de la entidad emisora pueden ser manipulados con diversos objetivos, entre ellos encubrir operaciones, mejorar sus ratios o sobredimensionar sus activos, para aparentar en cifras numéricas algo distinto a lo que en la realidad son; o, refiriéndonos a la información en general, que los hechos de importancia no brinden la información completa, omitan ciertos asuntos; o que se difundan rumores o publicidad falsa por internet o televisión.

Pues la normativa del mercado de valores es clara en que dichas conductas están prohibidas, y en los supuestos de manipulación del mercado, es decir proporcionar, directa o indirectamente, señales falsas o engañosas respecto de la oferta o demanda de un valor o instrumento financiero mediante transacciones ficticias, propuestas, difusión de información falsa o engañosa que afecten el precio o la liquidez¹⁹, estas conductas serán consideradas como infracciones muy graves, de acuerdo a lo regulado en el reglamento de sanciones²⁰, (específicamente en el anexo 1 inciso 1.5 a 1.8) pudiéndole imponer a quien las cometa, multas que varían entre las 50 a 700 UIT,

¹⁹ Resolución de Superintendencia N° 0005-2012. Reglamento de contra el abuso de mercado. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=MV0005201200000%20&CTEXTO=

²⁰ Resolución CONASEV N° 0055-2001. REGLAMENTO DE SANCIONES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0055200100000&CTEXTO=

suspender su funcionamiento entre 10 a 45 días, llegando a extremos en que se los excluya del registro, se destituya o inhabilite hasta por 5 años.

Evidentemente el tema de la información es tomado muy en serio por nuestra legislación, y ante la posibilidad de que existan nuevas conductas que prohibir, el último párrafo del artículo 12° de la LMV introduce una cláusula abierta permitiendo a la SMV regular otras situaciones que infrinjan el principio de transparencia.

La idea de un mercado de valores transparente se encuentra inevitablemente ligada a la de protección al inversionista, pues es en función a este último que se procura con tanto esmero que la información sea pública, veraz, suficiente y oportuna, y porque en ciertos casos el inversionista privado es la parte más débil, frente a otros inversionistas institucionales y otros grandes agentes superavitarios. Por lo que a continuación será objeto de comentario.

2.1.2.- LA PROTECCIÓN Y DEFENSA DEL INVERSIONISTA

El contenido del principio de protección del inversionista, ha sido tratado a nivel doctrinario y, se manifiesta en la divulgación de información, igualdad de acceso y sanción de prácticas fraudulentas²¹. Este principio encuentra su razón de ser en la asimetría informativa, y es que este mercado, siendo de acceso público, genera ciertas dificultades naturales al ingreso, por la complejidad de la información y el alto grado de especialización. Esta asimetría informativa es una falla del mercado, y consiste en que una de las partes de cierta relación jurídica se encuentra en una mejor posición para conocer la información relevante²². Si bien este concepto es propio del ámbito de la protección al consumidor, se extrapola al mercado de valores, porque en ciertos casos también existe una relación de consumo.

²¹ Cfr. JARATA DELGADO, Carlos Enrique. CONASEV y protección al inversionista: límites en el rol del regulador. Revista IUS ET VERITAS N° 39, 2009, p. 195. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/issue/view/1096>

²² Cfr. RODRIGUEZ GARCIA, Gustavo M. ¿Asimetría informativa o desigualdad de mercado?: apuntes sobre el verdadero rol de la protección del inversionista. Revista Foro Jurídico N° 8, PUCP, 2008, p. 112-115. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/forojuridico/article/view/18500>

En este mercado se hace referencia al “inversionista razonable o sensato” pues ante un hecho relevante o material, dicho inversionista evaluará y calculará los riesgos que se generen, valorando la probabilidad de que ocurran o su magnitud²³. Claramente existirá una diferencia entre la calidad de inversionista razonable de uno institucional y un privado. Naturalmente el primero tendrá mayor capacidad de procesamiento de información, y las exigencias serán superiores a las de un inversionista individual. Si hay algo de lo que no queda duda, es que la mejor forma de proteger al inversionista es dotándolo de información.

Sin perjuicio de la afirmación precedente, en ciertos casos inevitablemente aparece la injusticia, por lo que teniendo en cuenta el valor de la inversión, en ciertos casos entendida como un ahorro, el papel protagónico de los inversionistas y su efecto en la economía nacional, se encuentra justificado el implementar un adecuado sistema de protección, dotado de garantías.

La SMV en su afán de velar por el cumplimiento de este principio, brinda un servicio gratuito de asesoría denominado Defensoría del Inversionista (en adelante Defensoría). Su conducción se encuentra a cargo de un funcionario denominado Defensor del Inversionista, que cumple sus funciones con neutralidad y autonomía rindiendo cuentas directamente al Superintendente. Actualmente este cargo es ocupado por Milko Zárate Quiñones.

La función de la Defensoría es la de orientar al inversionista en un caso concreto en que éste considere que una de las empresas que participan en la intermediación financiera podrían estar afectando sus derechos. En un primer momento, la defensoría analizará la información del caso y tomará contacto con el inversionista (en un plazo de 3 días²⁴) para requerirle más información o brindarle la orientación requerida.

²³ HUANG H. Peter, citado por TORRES PEREZ, Narghis. Regulando por estándares: El estándar del inversionista razonable en el Mercado de Valores. Revista Themis N° 54, 2007, p. 265. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5110698.pdf>

²⁴ RESOLUCIÓN DE SUPERINTENDENCIA N° 0003-2012.” REGLAMENTO DE LA DEFENSORÍA DEL INVERSIONISTA DE LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES”. Artículo 3°. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

Cuando la situación lo permitiese, la Defensoría procura entablar un espacio de diálogo directo entre el inversionista y la empresa a fin de solucionar el conflicto. En caso no se arribe a una solución, se informa y orienta al inversionista sobre sus opciones de denunciar ante la SMV o INDECOPI. Pero cabe aclarar que en ningún momento la defensoría emite opinión técnica o jurídica sobre el caso, puesto que de esto se encargan los organismos citados.

Como medio para promover la transparencia del mercado y la protección del inversionista la Defensoría emite estadísticas e informes, sobre los problemas recurrentes que afectan a los inversionistas, así como las recomendaciones para mejorar la normatividad del mercado. Por lo que además de una función protectora cumple un rol protagónico en el continuo perfeccionamiento de sus normas.

2.2.- ACCESO DE LAS EMPRESAS AL MERCADO

Cuando una empresa requiere de liquidez, para realizar ciertos proyectos, evalúa sus opciones. Por un lado, tiene al mercado de crédito. Este le puede ofrecer ciertas ventajas como por ejemplo una línea de crédito aprobada, o préstamos a largo o corto plazo con tasas de interés más accesibles. Esta podría ser una buena oportunidad para financiamiento, e incluso le permitiría obtener los beneficios tributarios de la reducción de su base imponible derivada de la deducción de costos. Pero, como comentamos líneas atrás, en todos estos casos la garantía del crédito incide en su patrimonio.

Por otro el otro lado, tenemos al mercado de valores, que le ofrece mejores oportunidades de apalancamiento sin necesidad de arriesgar su patrimonio, con la emisión de valores hechos a la medida de sus necesidades. Si esto resulta más conveniente para la empresa, sus órganos de gobierno decidirán iniciar un procedimiento de emisión de valores. Para acceder al mercado de valores, las empresas realizan ciertos procedimientos, y dependiendo de su situación específica, buscarán acceder al mercado primario o secundario, valiéndose de las empresas especializadas que facilitan su ingreso.

La primera vez que una empresa emite valores, estará participando del mercado primario²⁵. La principal función de este mercado es procurar el financiamiento de la empresa emisora. Los mercados primarios, desde un punto de vista económico, canalizan de forma organizada y masiva el ahorro hacia una inversión productiva como alternativa al mercado de crédito; y, desde un punto de vista jurídico, sirven de vía para la adquisición originaria de valores negociables.²⁶ Este mercado se caracteriza, en el Perú y en la mayoría de países, por encontrarse regulado de forma más estricta, ya que al verse conformado por emisores nuevos, los inversionistas suelen ser más cautelosos y demandantes de información.

La normativa al respecto establece una serie de requisitos para la inscripción de un valor nuevo que será ofrecido al público (art. 54 de la LMV). En primer lugar, la SMV le requiere a la empresa emisora toda la documentación respecto al acuerdo de emisión, en la cual debe constar las características de los valores a ser emitidos y los derechos y deberes que transferirán a sus adquirientes. Luego, les requerirá un prospecto informativo y sus estados financieros auditados correspondientes a los 2 últimos años. En la elaboración de dicho prospecto informativo participan diversas entidades del mercado de valores, una de ellas, es el estructurador.

De acuerdo a la normativa de la LMV y el reglamento de entidades estructuradoras del mercado de valores²⁷, esta entidad puede ser una empresa del sistema financiero, un agente de intermediación, una Sociedad Administradora de Fondos Mutuos o de Inversión, o una Sociedad Titulizadora, y su función es realizar un análisis integral de la situación de la empresa mediante un contrato de *due diligence*.

²⁵ Cfr. MONROY ANTON, Antonio J. El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en <http://vlex.com/vid/escenario-delito-mercados-valores-43443583>

²⁶ JIMENEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, Antonio. Mercado de Valores. Editorial Iustel, España, 2009, p. 123-124.

²⁷ Resolución de Superintendente N° 00142-2014. "REGLAMENTO DE ENTIDADES ESTRUCTURADORAS DEL MERCADO DE VALORES". Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400142%20&CTEXTO=REGLAMENTO%20DE%20ENTIDADES%20ESTRUCTURADORAS%20DEL%20MERCADO%20DE%20VALORES

El *due diligence* se define²⁸ como un proceso de investigación y análisis cuya finalidad es conocer el negocio financiero, tecnológico, organizativo y jurídico con el objetivo de proporcionar información relevante que guíe y soporte la decisión de los interesados en la compra de determinado activo de la sociedad o una fusión o adquisición.

De esta manera el estructurador de los valores debe agenciarse de todos los medios para conocer todos los aspectos de la empresa y determinar todas las condiciones negativas y positivas de la misma. Como ha de notarse, el estructurador tiene acceso a la información reservada de la empresa, que podría calificarse en algunos casos como información privilegiada. Por esta razón, el contrato siempre va acompañado de una cláusula de confidencialidad.

A pesar de la confidencialidad, esto representa un riesgo latente de fuga de información, pues las empresas estructuradoras que formen parte de un grupo empresarial podrían tomar una posición ventajosa en el mercado al hacerse con la información que no está divulgada en el mercado. Y, por otro lado, si la empresa estructuradora es parte del mismo grupo empresarial o es una empresa vinculada a la emisora, podría existir sesgo en la emisión del prospecto informativo.

Al igual que en lo civil, la contratación en el Mercado de Valores se rige por la oferta y aceptación, pero específicamente en este mercado nos referimos a la oferta pública o privada de valores. Por lo que, habiéndose concluido el procedimiento de aprobación del prospecto informativo, se emite la oferta pública primaria y se entenderá que quien suscriba o adquiera los valores acepta todas las condiciones contenidas en el prospecto.

Posteriormente, los valores que ya han sido previamente colocados en el mercado primario, pueden ser negociados, con el objetivo de ofrecer oportunidades de inversión o liquidez a los inversionistas que lo deseen. Es decir, pasan al mercado secundario. Aquí se negocian valores que se

²⁸ RESTREPO LONDOÑO, Iván Darío. DUE Diligence Financiera, una forma para garantizar la toma eficiente de decisiones en la adquisición de empresas. Universidad Pontificia Bolivariana, El Cuaderno Ciencias Estratégicas Vol. 2, N° 4, Colombia, 2008, p. 263-277. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2991251.pdf>

encuentran en circulación, puesto que ya están en propiedad de otro inversionista.²⁹

En este tipo de mercados no se inyecta nuevo capital ni se emiten nuevos valores, sino que se transmiten y se adquieren (derivativamente) los ya existentes, que se encuentran en manos de otros inversores. La liquidez de este mercado consiste en que se permite la rápida circulación de los valores ya emitidos, redistribuyendo los capitales y permitiendo la inversión sin descapitalizar a las empresas; a esto se le llama liquidez por sustitución.

En este mercado también se realizan ofertas públicas, clasificadas por la LMV en su artículo 64° como ofertas públicas secundarias de adquisición, de compra, de venta, y/o de intercambio. Este segmento del mercado de valores es menos regulado, y un poco más dinámico, por lo que a pesar de cumplir ciertos requisitos como por ejemplo la presentación de un prospecto informativo (aunque menos detallado) o la inscripción de los valores en el registro (que solo en algunos casos), no se dificulta la libre negociación.

Ahora, habiendo realizado una distinción entre los mercados de valores primarios y secundarios, pasemos a diferenciarlos de acuerdo al mecanismo de intermediación empleado, o también conocido como escenario de negociación.

2.3.- LA NEGOCIACIÓN EN BOLSA

En cuanto al mecanismo de negociación, en primer lugar, tenemos al mercado bursátil. Este se caracteriza por emplear para su funcionamiento a mecanismos centralizados de negociación de valores, en el caso peruano la Bolsa de Valores de Lima (junto a CAVALI S.A). Aquí se negocian los valores de las instituciones inscritas en el Registro Público de Mercado de Valores.

Una bolsa de valores es un mercado organizado, es decir, un mercado de valores institucionalizado, ya que cuenta con una organización logística suficiente para la celebración de los contratos bursátiles. La conceptualización teórica del término “Bolsa de Valores” presenta ciertas dificultades, pero en general puede decirse que es una clase especial de mercado que se diferencia

²⁹ Cfr. DÍAZ TINOCO, Jaime. El mercado de valores en México. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://vlex.com/source/mercado-de-valores-en-mexico-20300>

de los demás por su organización corporativa, el hecho de ser frecuentada por comerciantes y la circunstancia de no encontrarse presentes en la bolsa los objetos sobre los cuales se contrata³⁰.

En el Perú solo tenemos a la Bolsa de Valores de Lima (en adelante BVL). Esta institución se originó en el Siglo XIX bajo el nombre de Tribunal del Consulado, institución que durante la época se encargaba de dirigir el comercio del país. Inició sus actividades con la denominación de Bolsa de Comercio de Lima el 07 de enero de 1861, y pasó a llamarse Bolsa de Valores de Lima en 1971. A mediados del año 2014 se anunció la fusión de la BVL con CAVALI, esta última es una Institución de Liquidación y Compensación de Valores (en adelante ICLV) que se escindió en el año 1997, pues fue parte de la BVL bajo el nombre de Gerencia de Operaciones. Su fusión trajo como consecuencia el ahorro de costos a través de la integración de procesos, evitando la duplicidad de esfuerzos.³¹

Según su estatuto³², la BVL está constituida como una sociedad anónima abierta, y tiene por objeto social la facilitación de la negociación de los valores inscritos en su registro, procurando proveer los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para una intermediación financiera justa, ordenada, competitiva y transparente de valores de oferta pública, derivados o instrumentos que no sean objeto de emisión masiva o negociación en rueda de bolsa. En todo lo demás la BVL tiene la composición de cualquier otra sociedad anónima abierta, con una junta general de accionistas, directorio y gerencia.

Por otro lado, CAVALI se constituye bajo la forma societaria de sociedad anónima ordinaria, siendo su denominación completa CAVALI S.A I.C.L.V. Su objeto social es llevar el registro, custodia, compensación y liquidación de

³⁰ Cfr. TORRES MENDEZ, Miguel. LA CONTRATACION DEL MERCADO DE VALORES. Editorial GRIJLEY, Lima, 2012, p. 69.

³¹ Reseña Histórica. Bolsa de Valores de Lima. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.bvl.com.pe/info4/memorias/2003/Cap3.pdf>

³² Estatuto de la Bolsa de Valores de Lima, artículo tercero. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.bvl.com.pe/legal/estatuto_bvl.pdf

valores, y de instrumentos de emisión no masiva, así como de instrumentos derivados autorizados por la SMV.³³

Para que un valor pueda ser negociado en la BVL debe encontrarse desmaterializado en el Registro contable de valores, a cargo de CAVALI. Si bien se puede negociar con valores físicos, la tendencia a la desmaterialización de los valores mobiliarios suele brindar mayores facilidades, y los mismos efectos que negociar los valores contenidos en un soporte físico, pero sin el riesgo de fraude, pérdida o falsificación que pueden sufrir los valores materializados.

El mecanismo empleado para la negociación en la bolsa de valores, es la rueda de bolsa. Esto se define como la reunión diaria, en el horario establecido por la bolsa, en la que los agentes de intermediación realizan las transacciones con los valores inscritos en el registro.

Del otro lado del mercado encontramos al mercado extrabursátil. Este tiende a ser todo lo contrario a la bolsa; es descentralizado, es decir que los valores se negocian fuera de un mecanismo institucionalizado, e intervienen agentes de diferentes regiones geográficas vía telefónica o virtual para comercializar valores no cotizados en bolsas oficiales. Este es también llamado mercado OTC por su significado en inglés “Over the Counter”.

El hecho de no negociar de forma centralizada no significa que sea un mercado menos importante, pues por ejemplo uno de los más grandes mercados OTC es NASDAQ, considerada la bolsa de valores electrónica automatizada más grande de Estados Unidos, y que por muchísimo margen supera la capitalización bursátil y el volumen de negociación de la BVL o cualquier bolsa latinoamericana. Lamentablemente en el Perú este mercado no está muy desarrollado aún.

³³ Estatuto social de CAVALI S.A. I.C.L.V. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.cavali.com.pe/userfiles/ckfinder/files/EstatutoSocialCAVALIvigente2014.pdf>

2.3.1- LA PARTICIPACIÓN DE AGENTES DE INTERMEDIACIÓN

Tanto en el mercado bursátil como extrabursátil, la LMV establece que es obligatoria la participación de un agente de intermediación (artículo 127). Esto se debe a la complejidad, alto grado de especialización, celeridad y variedad de las transacciones que se llevan a cabo en el mercado de valores.

Todos estos factores hacen necesaria la intervención de terceros, denominados Sociedades Agentes, los cuales cuentan con una mayor capacidad de procesamiento de información (en comparación al inversionista individual), y una mayor experiencia y conocimiento en la forma en que se llevan a cabo las transacciones financieras.

Esta intermediación de valores se define como “la realización constante de operaciones en el mercado, por cuenta y en interés de un tercero.”³⁴ El artículo 6 de la LMV indica que se considera como intermediación en el mercado de valores, la realización habitual y por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación a las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio.

De ninguna manera la participación de estos agentes implica que el mercado deje de ser directo, puesto que el riesgo y el interés siguen siendo del inversionista. La figura más próxima a la participación de los agentes es el mandato, debido a que el inversor indica específicamente cuáles son sus órdenes, ya sea de compra o venta, el volumen de valores que se negociarán y el precio mínimo o máximo al que está dispuesto a adquirir. Todo esto se encuentra regulado en los reglamentos respectivos.^{35 36}

³⁴ REGGIARDO DENEGRÍ, Aldo. Apuntes en torno a la intermediación bursátil, el contrato de comisión mercantil y su relación con los intermediarios bursátiles. Revista THEMIS N° 40, Perú, 2000, p. 51-52.

³⁵ Resolución CONASEV N° 0021-1999-EF/94.10. Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.bvl.com.pe/integracion/reglas.pdf>

³⁶ REGLAMENTO DE AGENTES DE INTERMEDIACION. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/sil/RSMV00001500034001.pdf>

Los agentes de intermediación contemplados en la legislación del mercado de valores peruano son principalmente dos: las Sociedades Agentes de Bolsa (en adelante SABs) y a las Sociedades Intermediarias de Valores (en adelante SIVs). La participación de la primera es obligatoria cuando se negocien valores a través de un mecanismo centralizado (como por ejemplo la BVL); por otro lado, los segundos, se diferencian en que realizan intermediación de valores no inscritos en bolsa, es decir, del mercado extrabursátil (esto según el artículo 204 de la LMV), pues intervienen para validar la operación, verificando la autenticidad e integridad de los valores o sus endosos si fuera el caso.

Ambos tipos de agentes de intermediación tienen como funciones generales la colocación de valores al público, ya sean emitidos en el país o en el extranjero; la compra o venta de valores por cuenta propia o por cuenta ajena; organizar, administrar o custodiar valores con autorización de la SMV; asesorar e informar a los inversionistas; entre otras establecidas en la LMV y su reglamento.

Consideramos que la participación de estas entidades es beneficiosa para el desarrollo ordenado del mercado, puesto que permiten encausar el flujo de órdenes de compra y venta. De lo contrario volveríamos a aquella forma desordenada de adquisición de valores que mostraban las antiguas películas de Hollywood. Cabe mencionar, que incluso tiene injerencia en el ámbito penal, pues brinda un medio de control que contribuye a la lucha contra el lavado de activos y financiamiento al terrorismo.

Sin perjuicio de lo antes indicado, debemos resaltar que existe un aspecto negativo, y es que la combinación entre la función de asesoría y colocación de valores al público genera un potencial conflicto de intereses. Esto se traduce en que un inversionista poco especializado al acudir a una sociedad agente, puede recibir orientación, y simultáneamente ofertas sobre valores en los que tiene interés la sociedad agente, haciendo posible que la institución aproveche la asimetría informativa para colocar valores en los cuales mantiene inversiones de forma directa, o a través de su grupo económico o sociedades vinculadas, y que no sean realmente la mejor opción para el privado. Esta circunstancia se tratará más a fondo en el siguiente capítulo.

Entonces, recapitulando, cuando un inversionista privado, ya sea experto en la materia o no, tiene un excedente de capital selecciona un agente de intermediación, y tiene la opción de decidir por cuenta propia, o permitir la asesoría de un bróker o comisionista; en cualquiera de los dos casos el inversionista deberá confiar en la información pública que le ofrece el mercado, dado que no resulta nada sencillo procesar toda la información existente.

Ante este problema, se constituyen empresas especializadas en análisis financiero, que buscan ser una fuente confiable de procesamiento de información sobre el perfil de riesgo de las sociedades cotizadas en bolsa o fuera de ella. Por esta razón es que a continuación nos enfocaremos en la actividad de clasificación de riesgo.

2.3.2.- LA CLASIFICACIÓN DE RIESGO COMO MECANISMO DE TRANSPARENCIA

Las Clasificadoras de Riesgo son sociedades organizadas con el objeto social exclusivo de clasificar valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil o cualquier otra actividad relacionada al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados por el público. Estas instituciones emiten opiniones contenidas en documentos técnicos, que serán empleadas por los inversionistas al momento de valorar la oportunidad de inversión en determinada empresa. Por esta razón la clasificación del riesgo debe ser una actividad independiente y objetiva, totalmente privada de sesgos o intereses ocultos.

El cumplimiento honrado de las funciones que le atribuyen la ley y su reglamento, promueve la transparencia y el buen gobierno corporativo, puesto que la información puesta a disposición del mercado permitirá a los privados tomar la mejor decisión. Pero, si su labor se corrompe mediante la interferencia de intereses ocultos relacionados a otras empresas o su propio grupo empresarial, se corre el riesgo de que la información puesta a disposición del mercado sea incorrecta o induzca al error, faltando al principio de transparencia.

Por tal motivo, la LMV dedica el Capítulo I del Título X a esta actividad, regulando temas como su organización, control y supervisión, capital mínimo, integrantes, impedimentos, remuneraciones, prohibiciones y límites; y además la SMV emite su reglamento³⁷, que describe más a fondo la actividad, definiéndola en su artículo 3 como “la actividad profesional que, sobre la base de la aplicación de una metodología, comprende el estudio, análisis y evaluación para la emisión de una opinión sobre la calidad crediticia de un valor y/o de su emisor”.

El artículo 4.2 de dicho reglamento, resulta de gran importancia para la presente investigación, pues establece un límite en la actividad de estas empresas frente a los posibles conflictos de intereses que puedan afectar su independencia y objetividad: *“La asignación de clasificaciones de riesgo por parte de la Clasificadora debe ser independiente y libre de presiones políticas o económicas, y de conflictos de interés generados de la estructura de capital, actividades comerciales o financieras, o intereses de los Integrantes. La Clasificadora debe evitar realizar actividades o actos, celebrar acuerdos o entablar relaciones que puedan comprometer o parecer comprometer la independencia y objetividad del proceso de clasificación de riesgo.”*³⁸

Si bien el aspecto relacionado a la regulación de los conflictos de intereses no será tratado en este capítulo, nos limitamos a resaltar la prohibición de realizar tales actuaciones que comprometan, o que al menos parezcan comprometer la independencia de la empresa. Evidentemente para una Clasificadora de Riesgo (como una institución que emite opinión) la confianza y credibilidad que tenga ante el mercado es uno de sus activos más importantes, por lo que naturalmente procurará disminuir el riesgo moral y reputacional, mediante un accionar intachable.

Hasta ahora no hemos hecho más que referirnos a un inversionista en busca de oportunidades solitarias de inversión, pero no todo es inversión individual puesto que existen mecanismos de inversión colectiva, mediante los cuales se

³⁷ Resolución de Superintendencia N° 00032-2015. Nuevo Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001500032%20&CTEXTO=

³⁸ Ibídem.

facilita el acceso al mercado especialmente a inversionistas menos sofisticados.

En ocasiones las inversiones colectivas resultan más rentables que el ahorro común, o incluso que el ahorro a plazo fijo, con un mínimo de intervención o esfuerzo. Por lo tanto, es prudente desarrollar algunas ideas al respecto, específicamente de los Fondos Mutuos y Fondos de Inversión.

2.4.- LA INVERSIÓN COLECTIVA Y LA PROVEDURIA DE PRECIOS

Un fondo mutuo puede definirse como un patrimonio integrado por la suma de aportes voluntarios de personas naturales o jurídicas (partícipes) que comparten un mismo objetivo de inversión; dicho patrimonio es administrado por una Sociedad Administradora de Fondos Mutuos (en adelante SAFM) la cual lo invierte en una cartera diversificada de instrumentos financieros (de acuerdo al nivel de riesgo elegido por los partícipes) que se negocian en el mercado de valores.³⁹

Los fondos mutuos han sido uno de los productos financieros más exitosos en los últimos años en el Perú, permitiendo el acceso al mercado de valores a muchas personas que no tienen especialización o conocimiento pleno para invertir en forma directa. En el año 2017 los rendimientos de estos fondos alcanzaron el 26.85%⁴⁰, por lo que evidentemente son una buena alternativa de inversión para personas naturales y jurídicas que tengan algún excedente de capital.

Las personas que aportan a un fondo y suscriben certificados de participación en el mismo, son considerados como partícipes según el artículo 246° LMV, concordante con el artículo 77° del reglamento⁴¹. Estos certificados de

³⁹ PERALTA RUPAY, Alejandro. Inversiones en fondos mutuos. Actualidad empresarial N° 193, Perú, 2009, p. 1-2. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://aempresarial.com/servicios/revista/193_9_RDQGZNLUUUOVWPUBNQRWSWKAPAVFKWECZUIYHUTCPIYLYSNLJE.pdf

⁴⁰ Artículo periodístico de Andina. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://andina.pe/agencia/noticia-fondos-mutuos-rinden-hasta-3036-dolares-y-2685-soles-2017-694930.aspx>

⁴¹ Resolución CONASEV N° 0068-2010. REGLAMENTO DE FONDOS MUTUOS DE INVERSIÓN EN VALORES Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS. Ubicado el [30. V.

participación pueden ser emitidos físicamente o mediante anotaciones en cuenta, y les brindan a sus poseedores el derecho a recibir las rentas provenientes de la inversión.

Dependiendo del perfil de riesgo de quien pretenda invertir, las Sociedades Administradoras crean fondos para renta fija, renta variable y renta mixta⁴² de manera que el inversionista escoja el que más se adecue a sus necesidades. La inversión en los fondos mutuos está dirigida por el Comité de Inversiones, que según el artículo 255 de la LMV, es un órgano de gestión, y se encuentra integrado por no menos de 3 personas naturales. Dichas personas sesionan como mínimo una vez al mes (levantando un acta), y toman decisiones sobre la política de inversión y su aplicación, de forma independiente y autónoma.

Otra de las partes intervinientes en este mercado es el custodio. De acuerdo al artículo 157° del Reglamento de Fondos Mutuos, solo podrán actuar como custodios las empresas bancarias, y su función será resguardar todos los documentos o títulos representativos de las inversiones que realiza el fondo, además de la constatación diaria de los valores y rentas que produzcan.

Una de las características distintivas de los fondos mutuos, es que en cualquier momento un partícipe puede solicitar el rescate parcial o total de lo aportado, lo cual lo hace una fuente confiable y fácil de ahorro. Del mismo modo, un partícipe puede incrementar el número de participaciones que tenga en el mercado en cualquier momento, suscribiendo nuevos certificados de participación. No existe un número máximo de participaciones.

Además, para quienes no toleren el riesgo, es posible asegurar hasta el 100% del capital aportado. Esto se conoce como fondo garantizado, y claro está, al disminuir o prácticamente anular el riesgo, cobran una comisión mucho mayor.

Por otro lado, tenemos a los Fondos de Inversión. La LMV no profundiza en este tipo de fondo, y le da un tratamiento similar al de los fondos mutuos, claro

2018]. Obtenido en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0068201000000&CTEXTO=

⁴² Cfr. COELLO MARTINEZ, Adrián Manuel. Fondos Mutuos. Actualidad empresarial N° 333, Perú, 2015, p. 1. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://aempresarial.com/servicios/revista/333_9_IXUJLCCKNLKDCLEDZQXIDFFVBOJWKMDTKXCVZEFMQQQSBVWAMU.pdf

está, haciendo ciertas distinciones. Por lo tanto, es otra norma la que los regula: el decreto legislativo 862 “Ley de Fondos de Inversión”⁴³ (en adelante LFI) y su reglamento⁴⁴. Dichas normas describen de forma clara la labor de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (en adelante SAFIs).

Al igual que los fondos mutuos, los fondos de inversión son patrimonios integrados por un conjunto de aportes. La principal diferencia radica en que estos últimos tiene un carácter cerrado (artículo 3 de la ley). Con esto nos referimos a que el número de cuotas es fijo y su patrimonio es invariable; además las cuotas aportadas se instrumentalizan en cuotas de participación, que no pueden rescatarse, sino hasta que se cumpla el plazo establecido (a más de un año). Por este motivo, quien desee retirarse de un fondo de inversión necesariamente tendrá que transferir su certificado de participación.

Estos fondos poseen facultades más amplias en cuanto a las alternativas de inversión, pudiendo invertir no solo en valores de oferta pública, sino en el sector inmobiliario y derechos conexos como superficie o concesiones mineras. Cabe resaltar que de acuerdo al artículo 259° de LFI, una SAFM puede administrar, además de un fondo mutuo, uno o más fondos de inversión, pero una SAFI no puede administrar un fondo mutuo.

Por lo tanto, podemos concluir en que un Fondo de Inversión es una alternativa más sofisticada que no necesariamente está destinada a los pequeños inversionistas, sino hacia los institucionales. Esto, además, por el elevado costo de sus cuotas de participación, y la duración de los proyectos o valores que financia (largo plazo). Y podemos concluir también, respecto a la inversión colectiva, que el principal activo de una SAFI o SAFM es su capital humano, la experiencia y conocimiento que tienen de los mercados financieros y su capacidad para procesar rápida y eficazmente la información, de manera que lo

⁴³ Decreto Legislativo N° 00862-1996. LEY DE FONDOS DE INVERSION Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600862&CTEXTO=

⁴⁴ Resolución de Superintendencia N° 00029-2014 REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400029%20&CTEXTO=

que venden es esa “expertise” tanto al pequeño y limitadamente informado inversionista, como al inversionista institucional.⁴⁵

Por otro lado, en lo referente a las Empresas Proveedoras de Precios (en adelante EPP), la LMV dedica el Título XIV a su regulación y funcionamiento, así como la SMV emite su reglamento⁴⁶. Las EPP son personas jurídicas que pueden adoptar cualquiera de las formas societarias reconocidas por la Ley General de Sociedades; y su objeto social consiste en la prestación de un servicio de cálculo, determinación de precios y/o tasas de valorización de valores, instrumentos financieros u otras inversiones que autorice la SMV.

Esta función se encuentra íntimamente ligada con la labor de los fondos mutuos y de inversión, pues como establece el artículo 5 de su reglamento, para que una EPP pueda ejercer sus funciones deberá suscribir contratos de servicio con al menos 2 Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos o de Inversión, que no pertenezcan al mismo grupo económico. Y de acuerdo al artículo 5 A del mismo, estas entidades de inversión colectiva deben valorizar a precios proporcionados por un EPP los títulos valores emitidos por entidades del Estado, negociados en el Perú o en el extranjero; los instrumentos representativos de deuda, colocados por oferta pública o privada, negociados en el Perú o en el extranjero; los instrumentos derivados; y otros que determine el Superintendente del Mercado de Valores. En síntesis, el precio de cualquier valor con el que negocien deberá ser proporcionado por un EPP; y, en consecuencia, las SAFMs y SAFIs tomarán como un criterio dicha información para la toma de decisiones de inversión.

Más adelante el reglamento establece las condiciones específicas en cuanto a las prohibiciones para mantener inversiones, estableciendo normas que regulan su actividad de cara a los posibles conflictos de intereses. Como es de imaginarse, debido a que estas empresas tienen una función de valorizar

⁴⁵ Cfr. SALINAS RIVAS, Sergio. Fondos mutuos, información asimétrica y regulación de mercados: un enfoque de costos de transacción. Revista Themis N° 33, 1996. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11866/12435>

⁴⁶ RC_ 00101-2009. REGLAMENTO DE EMPRESAS PROVEEDORAS DE PRECIOS. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_sil_avanzada?data=25AF5F241B31A9BA161EC316039E84722EAC38B028

precios y tasas, no pueden tener intereses directos en los instrumentos que analizan. Por esta razón, existe la prohibición expresa de que los integrantes de dichas empresas posean instrumentos o realicen operaciones financieras con las empresas a las que brindan sus servicios, siempre y cuando no fueran adquiridos por sucesión, o la inversión se realice mediante un vehículo de inversión colectiva como las AFP. En cualquier otro caso tendrían que solicitar la autorización correspondiente a la SMV; y al igual que sucede con los fondos mutuos y sus sociedades administradoras, las EPP tienen la obligación de elaborar un Código de Conducta destinado a evitar el flujo de información privilegiada y posibles conflictos de intereses.

2.5.- EL GOBIERNO CORPORATIVO: IMPORTANCIA Y CRÍTICA

El Buen Gobierno Corporativo o simplemente Gobierno Corporativo, se podría definir como el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas, es decir se trata de la gestión y la supervisión de la sociedad⁴⁷. “Es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes miembros de la empresa, como el directorio, los gerentes, los accionistas y los que mantengan algún interés en la empresa. El Gobierno Corporativo también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño”⁴⁸.

La idea detrás del Gobierno Corporativo es la de regular las relaciones entre los grupos de interés, promoviendo la ética y transparencia. Mediante esta herramienta se logra orientar a las sociedades a generar valor institucional a largo plazo. Este valor agregado mejora la percepción del inversionista y de la ciudadanía en general, quienes la consideran como más confiable, hecho que repercute directamente en su reputación.

⁴⁷ Cfr. HOPT, Klaus. Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional. Revista IUS ET VERITAS N°45, 2012, p. 97-98. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/11992>

⁴⁸ OCDE. Gobierno Corporativo en América Latina. IMPORTANCIA PARA LAS EMPRESAS DE PROPIEDAD ESTATAL. SERIE POLÍTICAS PÚBLICAS Y TRANSFORMACIÓN PRODUCTIVA N° 6 / 2012, p. 13. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.oecd.org/daf/ca/secondmeetinglatinamericasoenetworkcafwhitepaperspanish.pdf>

En nuestro país el reto de afianzar una cultura de gobierno corporativo es una tarea complicada, teniendo en cuenta la profunda brecha entre la formalidad e informalidad. Pero lograría un impacto significativo en el valor, solidez y eficiencia de las empresas impulsando a su vez el desarrollo económico del país, alcanzando mercados más confiables y eficientes.

Los primeros pasos en materia de Gobierno Corporativo en el Perú se dieron en el año 2002 con la conformación de un comité integrado por ocho entidades del sector público y privado, liderado por la SMV (en aquel entonces CONASEV), con la finalidad de establecer principios de buen Gobierno Corporativo acordes a las empresas peruanas. Fruto del esfuerzo de dicha comisión, en julio de dicho año se emitió el documento “Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas”⁴⁹. Aquí se tuvieron en cuenta los principales avances en la materia, acogiendo la importante tendencia internacional de crear códigos de Buen Gobierno.

La SMV asumió posteriormente el desafío de exigir a las empresas emisoras de valores por oferta pública la revelación del grado de adhesión a los Principios de Buen Gobierno, a través de sus Memorias Anuales y en los Prospectos Informativos. Esto con el fin de que las empresas emisoras hicieran de conocimiento público en qué medida venían implementando de manera voluntaria algunos de los principios establecidos en el referido código.

Luego, en 2012, la SMV procedió a actualizar los Principios de Buen Gobierno recogiendo la experiencia de los últimos años, así como los avances internacionales. Para dicha finalidad, se constituyó el Comité de Actualización de Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, conformado por 14 instituciones de los sectores privado y público: la Superintendencia del Mercado de Valores, SMV, que lo presidió; la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (PROCAPITALES), que actuó como Secretaría Técnica; el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF); la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS); el Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad

⁴⁹PRINCIPIOS DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.bvl.com.pe/descarga/principios_buen_gobierno.pdf

Empresarial del Estado (FONAFE); la Bolsa de Valores de Lima S.A. (BVL); CAVALI S.A. Institución de Compensación y Liquidación de Valores; la Asociación de Sociedades Agentes de Bolsa del Perú; la Asociación de Bancos (ASBANC); el Comité de Fondos Mutuos de ASBANC; la Asociación de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AAFP); la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas (CONFIEP); el Instituto Peruano de Auditores Independientes (IPAI); y Mercados de Capitales, Inversiones y Finanzas Consultores S.A. (MC&F). En noviembre de 2013, el referido Comité publicó el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

El Código busca brindar una versión adecuada del Gobierno Corporativo, recogiendo estándares internacionales aplicables a la realidad peruana. Además, pone especial énfasis en la dinámica de la Junta General de Accionistas, el Directorio y la Gerencia, así como en la implementación de una adecuada gestión de riesgos; con el objetivo de fomentar controles recíprocos y que las sociedades funcionen de manera eficiente.⁵⁰

En junio de 2014, la SMV aprobó el nuevo “Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas”, el cual persigue que las empresas emisoras inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores revelen al mercado a través de su Memoria Anual y Prospectos Informativos en qué medida han adoptado los principios de buen gobierno incluidos en el Código.

Posteriormente durante el año 2017 la SBS hizo lo propio, y emitió la Resolución SBS 272-2017⁵¹ Reglamento de Gobierno Corporativo y Gestión Integral de Riesgo. A diferencia del Código de Buen Gobierno Corporativo que es de adopción voluntaria, mediante esta norma se obliga a todas las instituciones financieras señaladas en los artículos 16º y 17º de la Ley 26702⁵²

⁵⁰ Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. El Gobierno Corporativo en Iberoamérica. Estudio del año 2015. p. 124. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.iimv.org/estudios/estudio-sobre-gobierno-corporativo-en-iberoamerica/>

⁵¹ Reglamento de Gobierno Corporativo y Gestión Integral de Riesgo. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1708/v2.0/Adjuntos/272-2017.R.pdf

⁵² “Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros”. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

las demás descritas en el artículo 1º del propio reglamento a cumplir con ciertos parámetros mínimos y prudenciales respecto a estructura y organización corporativa, responsabilidad, idoneidad moral y técnica así como solvencia económica de sus directores gerentes y principales funcionarios, cultura organizacional, política de remuneraciones , control interno, trato equitativo de accionistas, políticas de revelación de información, introduce la obligación de contratar directores independientes estableciendo plazos de desvinculación de la empresa y su grupo económico, y los mecanismos de la empresa para la gestión objetiva, íntegra e independiente de los conflictos de interés. Todo esto de acuerdo con los pilares del gobierno corporativo y los estándares mínimos internacionalmente reconocidos.

Una importante iniciativa, es también la creación del Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) por parte de la BVL, que en la actualidad contiene a empresas de diversos sectores como son banca, minería, energía, entre otros que han acogido en gran medida los principios del buen gobierno. Las empresas pertenecientes a este índice, obtienen una imagen institucional más atractiva dentro y fuera del país, incentivando de esta forma a que muchas otras analicen la posibilidad de unirse.

Existe también una vinculación entre La Protección al Inversionista y el Gobierno Corporativo, pues ambos buscan la protección tanto de los actuales inversionistas, como de aquellos que buscan acceder al mercado de valores. Por lo que el beneficio obtenido por las sociedades que procuran ambas es mayor, ya que promueven el interés en el mercado de valores de nuevos actores, haciéndose una buena reputación.

“El punto más importante, sobre la relación entre protección al inversionista y el gobierno corporativo es que los inversionistas pueden permitirse optar por posiciones minoritarias en vez de controlar las acciones con voto. La consecuencia es que, las compañías tienden a contar con un accionariado disperso y los mercados de capitales son más bien líquidos. Está claro que lo contrario, una débil protección al inversionista, impulsará la captura de

acciones con voto.”⁵³ Con esto nos referimos a que, en un mercado ideal, el inversionista no desconfía en que tener una posición minoritaria en el accionariado de una empresa, pues sabe que será protegido ante un posible perjuicio. Por lo tanto, se promueve la adquisición de acciones sin derecho a voto o también llamadas acciones de inversión. Dichas inversiones promueven la liquidez del mercado, lo opuesto es el acaparamiento y control.

No obstante, aunque el gobierno corporativo es una innovación potencialmente beneficiosa para el mercado, no debe dejarse de lado que la adopción de dichas prácticas siempre será una decisión de negocio, que por lo tanto, se adoptará en la medida en que resulte beneficiosa para la empresa una vez evaluados sus costos y beneficios.⁵⁴ Quizá este sea uno de los principales motivos por los que no puede obligarse a todas las empresas el acogimiento de sus principios, ya que no siempre será una opción rentable.

Además, el gobierno corporativo no es necesariamente el elemento más importante del éxito empresarial; en consecuencia, resulta ser de baja prioridad para las empresas que todavía están en la búsqueda de un nivel óptimo de desarrollo y sofisticación en otros aspectos de su actividad. Como consecuencia, la adopción de prácticas de gobierno corporativo es parte de un desarrollo por etapas, que explica por qué son justamente las empresas más grandes y sofisticadas, las que más invierten en este tipo de políticas corporativas.

En el reducido y concentrado mercado de valores peruano, la implementación de dichas prácticas es un algo que solo las más grandes empresas se pueden permitir. Por lo que la regulación falla en el sentido de no proponer los suficientes incentivos y mecanismos para que las empresas de menor capacidad puedan acceder al IBGC, haciendo aún más profunda la brecha económica entre las empresas que cotizan en la BVL.

⁵³ PAUCAR AGUIRRE, Phol Edward. PROTECCION AL INVERSIONISTA: NI TAN CERCA QUE QUEME AL SANTO NI TAN LEJOS QUE NO LO ALUMBRE. Escuela de Posgrado de la PUCP. Perú. 2014. p. 59. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/123456789/5503/PAUCAR_AGUIRRE_PHOL_PROTECCION_INVERSIONISTA.pdf?sequence=1

⁵⁴ GUARNIZ IZQUIERDO, Reynaldo Antonio. EL CINISMO Y EL GOBIERNO CORPORATIVO. REVISTA IUS ET VERITAS N° 54, 2017, p. 63-64.

Por esta razón criticamos este aspecto de la labor de la SMV y la BVL, pues existe una suerte de hipocresía en la implementación del gobierno corporativo, pues dado que los beneficios de la adopción de prácticas de gobernanza corporativa tienen su expresión más concreta en el mercado de valores, es razonable suponer que su desarrollo estará básicamente concentrado en las empresas que acceden a dicho mercado; y si tenemos en cuenta que la mayor parte de las empresas en el Perú, inclusive entre las que ya tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, no tienen interés en financiarse a través de este mercado, es obvio que no tendrán la intención de adoptar prácticas de gobernanza corporativa.

Esta realidad es conocida por el regulador y por todos los que participan del mercado. Lógicamente será más costoso y hasta contraproducente implementar dichas medidas en empresas con menor desarrollo o capacidad económica. Ellos no verán los frutos de la adopción del gobierno corporativo, sino hasta mucho después de obtenida una situación más competitiva.

Quizá, desde una perspectiva general, sea más importante que primero se busque la mayor promoción del mercado y se faciliten ciertas reglas para que las empresas accedan al mismo teniendo en cuenta que las Micro y Pequeñas empresas conforman el 99% del empresariado nacional, siendo medianas empresas el 0,1% y grandes empresas tan solo el 0.5% de acuerdo a los datos recogidos por el Banco Mundial al 2019.⁵⁵ Cabe resaltar aquí los esfuerzos del regulador para la creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV), figura que calza mejor con la realidad peruana y se torna como una alternativa interesante y competitiva para acceder a financiamiento.

Por otra parte, otra de las causas del poco éxito del gobierno corporativo es la falta de integridad y ética empresarial. La experiencia peruana en la práctica política y en lo social son reflejo del poco respeto e interés que se tiene por el

⁵⁵ DIAGNÓSTICO DE APOYO PARA EL DESARROLLO DE UNA HOJA DE RUTA DEL MERCADO DE VALORES DE CARA AL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR CORPORATIVO. Ubicado el [17. II. 2020]. Obtenido en: https://www.smv.gob.pe/Uploads/Peru-Diagnostico_del_MV-VF_aprobada.pdf

bienestar de la colectividad⁵⁶. Basta con observar el caso de Graña y Montero, empresa especializada en construcción implicada en el escándalo de corrupción del caso “Lava jato” y el “Club de la construcción”, y que a la fecha aceptó haber pagado coimas millonarias para la adjudicación del proyecto de la Línea 1 del Metro de Lima. Esta empresa cotizaba en la bolsa local, y presentó al mercado información financiera falsa para encubrir dichos pagos ilícitos. Poco le importó su prestigio por pertenecer al IBGC y ser una empresa premiada en foros internacionales por su Buen Gobierno Corporativo.

Del mismo modo, las empresas demuestran una falta de responsabilidad social, por lo que se limitan a cumplir con lo mínimo que las normas le imponen, sin asumir el un verdadero compromiso con el desarrollo del país. Por lo que en muchos casos poco o nada le importa a la empresa la transparencia del mercado, o la protección del inversionista, y en vista de que la aplicación del Código de Buen Gobierno Corporativo no es obligatoria, dichas empresas se mantendrán en esa zona de impunidad. Nuestro mercado de valores, para bien o para mal, refleja la realidad nacional no solo económicamente sino también en el aspecto social, ético y moral.

3.- HACIA UNA NOCIÓN DE CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Para describir la estructura y funcionamiento de los conglomerados financieros es necesario primero realizar un análisis objetivo de ciertos temas que sirven de marco, pues este tópico es bastante específico en el entramado de doctrina acerca de la concentración económica y los grupos empresariales.

3.1.- CONCENTRACIÓN ECONÓMICA

Durante las últimas décadas el derecho societario peruano ha obtenido grandes avances en razón a su naturaleza cambiante, como diría Flores⁵⁷ y De

⁵⁶LAS LECCIONES QUE DEJA A LAS EMPRESAS EL CASO GRAÑA Y MONTERO. Ubicado el [17. II. 2020]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/Biblioteca/frmNoticias.aspx?id=866>

⁵⁷ Cfr. FLORES POLO, Pedro. ¿Es necesaria una nueva Ley General de Sociedades?, Revista Jurídica del Instituto Peruano de Estudios Forenses, N°3, Lima 1995, p. 18. Obtenido de: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/download/15449/15901>.

la Puente⁵⁸, por ser un Derecho “vivo”. Uno de los cambios más notorios es el fenómeno de la concentración empresarial.

Para poder hablar acerca de este tema, es necesario primero partir de una idea más general: La concentración económica. Como afirma Hundskopf⁵⁹, la concentración económica es el género y la concentración empresarial es la especie, de tal manera que entre ambas figuras se establece una relación inclusiva. Además, el fenómeno de la concentración económica surge de un proceso de desarrollo tecnológico impulsado por la globalización, y la necesidad imperante de satisfacer la demanda de los mercados ya no solo nacionales, sino globales.

En palabras de Echaiz⁶⁰, la concentración económica se encuentra estrechamente ligada a la evolución de la economía capitalista, para dicho autor algunas de las maneras de saber que se está frente a una concentración es que los empresarios tratan de acumular capitales mediante inversiones para autofinanciarse a través de emisiones de instrumentos a corto o largo plazo, adquieren empresas de la competencia, buscan socios estratégicos y vinculan empresas a través de mecanismos tanto económicos como jurídicos.

Estas empresas entendieron que “la unión hace la fuerza” y que en la moderna vida empresarial es obligatorio unir esfuerzos para satisfacer las expectativas de un mercado tan competitivo. Para Morales⁶¹ la concentración empresarial se define como “la acumulación de medios de producción en un negocio, en una actividad económica o en un titular”. Es un fenómeno de raíz económica y con consecuencias jurídicas, mediante el cual dos o más empresas integran todos sus recursos, a efectos de conseguir un beneficio común, distinto al interés empresarial.

⁵⁸ Cfr. DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. Contenido del Derecho mercantil moderno. Revista Estudios Privados, N° 2, Lima, 1997, p.14.

⁵⁹ HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. Regulación jurídica de los grupos de empresas. Informativo Legal Rodrigo, Vol. 149, Lima, 1998, p. 19.

⁶⁰ ECHAIZ MORENO, Daniel. Instituciones de Derecho Empresarial. Lima, Asociación Peruana de Ciencias Jurídicas y Conciliación –APECC, 2010, p. 46.

⁶¹ MORALES ACOSTA, Alonso. Los grupos de sociedades. Revista Peruana de Derecho de la Empresa, N° 44, Lima, 1994, p. 104.

3.2.- GRUPOS EMPRESARIALES

Para un correcto entendimiento de los conglomerados financieros, es necesario primero hablar acerca de ciertos puntos característicos de los grupos empresariales. En primer lugar, en palabras de Girgado⁶² un concepto de grupos debe cuanto menos tener tres elementos determinantes, la pluralidad de personas jurídicas (elemento subjetivo), la dirección unitaria (elemento finalista o de actividad o funcional), y el instrumento o medio que pone en relación los dos primeros (elemento objetivo o instrumental, mayormente es el control, en grupos por subordinación; o la forma contractual, en los grupos por coordinación). Específicamente, cumple un rol fundamental la dirección unitaria, pues despliega una actividad dirigida desde el órgano de dirección del grupo hacia sus miembros para la realización de objetivos y fines que persiguen con esta forma de organización empresarial.

La dirección unitaria es por un lado un poder, y por otro un factor de organización, siendo el segundo el de más importancia en la esencia de un grupo empresarial. Su caracterización según diversos autores⁶³, resulta compleja, y más aún difícil de definir desde una perspectiva solamente jurídica, por su inherente contenido económico, por lo que aquí esbozaremos ciertas características que emanan de esta dirección.

Por un lado, toda empresa (entendida como unidad económica, como grupo empresarial) requiere necesariamente de una organización que unifique sus esfuerzos hacia un determinado fin, más aún cuando se trata de un grupo compuesto por diversas sociedades. A través de esta organización de su actividad empresarial se busca que el interés individual de cada una de las sociedades que conforman el grupo se vea superado o sustituido por el interés del grupo como empresa.

⁶² GIRGADO PERANDONES, Pablo. La Empresa de Grupo y el Derecho de Sociedades. Editorial Comares, 2001, p. 140 – 141.

⁶³ Cfr. EMBID IRUJO, José Miguel. Los grupos de sociedades en la Comunidad Económica Europea. Cuadernos de Derecho y Comercio N° 5, 1989, p 156 – 158. Cfr. GIRGADO PERANDONES, Pablo. La Empresa de Grupo y el Derecho de Sociedades. Editorial Comares, 2001, p. 208-209. Cfr. TERRADILLOS ORMAETXEA, Edurne. Los grupos de empresas ante la jurisprudencia social española. Valencia, Editorial Tirant Lo Blanch, 2000, p. 18. LLEMBOT MAJÓ, José Oriol. Grupos de entidades de Crédito. Editorial Civitas, 1993, p. 89-93.

Su contenido mínimo, toca materias referentes al personal⁶⁴ y al financiamiento, pero podría extenderse a esferas negociales, o competenciales, e incluso a los mecanismos necesarios para un ejercicio efectivo del poder de dirección. Resulta de vital importancia en la caracterización de una verdadera empresa plurisocietaria, pues no podemos hablar de una potencial dirección unitaria, esto quiere decir que la dirección existe o no, el grupo empresarial existe, o solo existen meros accionistas o sujetos con dominio sobre una participación en el capital de las sociedades.

Por tanto, podríamos concluir definiendo al grupo de empresas como una unidad formada por un conjunto de sociedades, independientes y autónomas, teóricamente, pero que en los hechos se encuentran sometidos a la dirección unitaria y al control de una de ellas, llamada dominante o matriz, con la que tienen una integración real, y no una mera alianza.⁶⁵

3.2.1.- EL GRUPO COMO REALIDAD ECONÓMICA

Desde la perspectiva económica un grupo económico puede unirse bajo la forma que más se adecúe a sus intereses. Por ejemplo, el holding, que debe ser entendido como una organización económica que controla una serie de compañías que le garantizan un control sobre diferentes factores de producción de un mercado. Se constituye para adquirir el número de acciones con derecho a voto suficientes para obtener el poder de decisión y está orientado a obtener un control monopolítico y la optimización de sus actividades mediante la generación de economías de escala. El holding para constituirse solo requiere la exigencia de traspaso de acciones.

También existen otras figuras económicas como la integración horizontal, integración de sociedades que desarrollan una misma actividad, o la integración vertical en la que se unen esfuerzos de empresas que se

⁶⁴ Cfr. TERRADILLOS ORMAETXEA, Edurne. Los grupos de empresas ante la jurisprudencia social española. Valencia, Editorial Tirant Lo Blanch, 2000, p. 18 – 23

⁶⁵ Cfr. Diccionario Espasa. Economía y negocios, Arthur Andersen y Espasa Calpe, Madrid, 1997, p. 298. Cfr. HUNDSKOFF EXEBIO, Oswaldo. Empresa y sociedad ¿Por qué grupos de empresas en lugar de grupos de sociedades?, Informativo Legal Rodrigo, Vol. 152, Lima, 1999, p. 18-19. Cfr. OSSORIO Y FLORIT, Manuel, Diccionario de ciencias jurídicas, políticas y sociales. Editorial Heliasta, Buenos Aires, 1979, p. 339. Cfr. ECHAIZ MORENO, Daniel. Instituciones de Derecho Empresarial. Lima, Asociación Peruana de Ciencias Jurídicas y Conciliación –APECC, 2010, p. 165-170.

complementan unas a otras para la prestación de servicios o producción de ciertos bienes. Todas estas formas de integración sirven para diversificar los riesgos incursionando en otros segmentos económicos, por lo que participan también en empresas que no tienen actividades iguales o complementarias, formando conglomerados de sociedades.

En general la finalidad de los grupos es crear una gran administración que coordine y regule a todas las sociedades que controle, para obtener el mayor rendimiento mediante la racionalización de esfuerzos de forma mancomunada, pero manteniendo la individualidad económica y jurídica de cada uno de sus miembros.

En el contexto moderno de economía globalizada se observa con claridad como la forma de organizaciones económicas ha variado, y resulta que la empresa como grupo es la forma más “importante, típica y normal”⁶⁶ para las empresas medianas y grandes. Girgado⁶⁷ denomina a esta situación como un proceso traslativo desde una economía de estructura “atómica” hacia una economía de estructura “molecular”, más en su opinión esta evolución no ha tenido reflejo claro en las legislaciones que se resisten a seguir considerando a la empresa como sociedad; además afirma que este modelo empresarial permite un mercado organizado y sujeto a un criterio de maximización de la rentabilidad del todo económico.

3.2.2.- EL GRUPO DESDE LA PERSPECTIVA JURÍDICA

Durante las últimas décadas nuestro país sufrió grandes cambios económicos, jurídicos y estatales, puesto que los cambios constitucionales instauraron una economía social de mercado. Dichos cambios orientaron la economía peruana hacia una serie de principios: iniciativa privada libre, libertad de trabajo, libertad de empresa, comercio e industria, pluralismo económico, subsidiariedad del Estado, libre competencia, libertad de contratar, igualdad jurídica de la

⁶⁶ Cfr. DUQUE, J.F. Problemas de aplicación del Derecho. Uniones de empresas, desarrollo económico y función del jurista (III). Universidad de Salamanca-Facultad de Derecho, 1965, p. 15.

⁶⁷ GIRGADO PERANDONES, Pablo. La Empresa de Grupo y el Derecho de Sociedades. Editorial Comares, 2001, p. 3.

inversión, libre tenencia y disposición de moneda extranjera y defensa de los consumidores y usuarios⁶⁸.

A partir de entonces la regulación de los mercados tomó un enfoque distinto, y la regulación de los mercados financieros no fue la excepción. Justamente en los finales del siglo pasado y los inicios del presente, se sentaron las bases de nuestro actual mercado, se dictaron las leyes generales en cuanto a sociedades, así como leyes en materia bancaria, seguridad social, seguros y bursátil, junto a otras normas sobre intermediación financiera.

En torno al grupo como modalidad empresarial es sumamente relevante destacar la función de la Constitución económica. Los Estados sociales han demostrado ser los que de mejor manera regulan e intervienen en la actividad económica, pues por un lado limitan, pero por otro dan un amplio margen de libertad de actuación a las empresas, respetando siempre los límites de dicho modelo estatal, no obstante, hay que tener presente que la consecución del Estado social depende de los medios o instrumentos con que cuente el Estado. Esto supone que son inconstitucionales las actuaciones políticas que pretendan reducir o limitar las conquistas alcanzadas en este ámbito⁶⁹.

Ante la aparición de estas nuevas formas empresariales, los organismos estatales e internacionales han tenido que adaptarse emitiendo normas que regulen a los grupos, obligándolos a la elaboración de documentos que evalúen el funcionamiento ya no solo individual de las sociedades miembros, sino también de forma consolidada, e incluso transfronteriza. Esto se debe a que esta realidad económica genera una eventual posición de abuso y no transparencia de la información que los grupos le brindan al mercado.

Ya se ha dicho que desde la perspectiva jurídica se ejerce control cuando el poder de decisión esta tanto directa o indirectamente sometido a la voluntad de una matriz, sobre filiales o subordinadas, y que para que exista grupo además

⁶⁸ RODRIGUEZ CAIRO, Vladimir. Principios Generales del Régimen Económico de la Constitución Política del Perú. Quipukamayoc Revista de la Facultad de Ciencias Contables UNMSM, ISSN: 1609-8196, Vol. 24 N.º 45, 2016, p. 126.

⁶⁹ Cfr. ROJO FERNANDEZ RIOS, Ángel José. Actividad económica publica y actividad económica privada en la Constitución española. Revista de derecho mercantil, ISSN 0210-0797, N° 169-170, 1983, p. 314.

debe existir una dirección unificada. Por esta razón los límites que nos permitan determinar cuando existe un grupo empresarial o relaciones de vinculación deben ser trazados por la legislación nacional y sus organismos reguladores.

En este sentido es necesario y útil que existan normas sobre propiedad indirecta, vinculación y grupos económicos como en el caso peruano. Estas normas pretenden el fortalecimiento de la transparencia, e integridad del mercado de valores, pues resulta relevante para los inversionistas conocer la solidez y respaldo económico del grupo.

3.2.3.- LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Habiendo llegado aquí, resulta necesario presentar una definición de lo que es un conglomerado, de manera que servirá de eje para los siguientes tópicos sobre la regulación.

Podríamos definir a un conglomerado financiero como un conjunto de empresas nacionales o extranjeras con un controlante común, cuyas actividades exclusivas o predominantes consisten en proveer servicios en al menos dos diferentes sectores financieros (banca, seguros, valores) pero que además controlan entidades que desarrollan empresas industriales o comerciales⁷⁰, y que se encuentran vinculadas entre sí a través de relaciones directas o indirectas, de propiedad, control, administración común, y otros medios que permitan ejercer sobre ellas una influencia preponderante y continua sobre las decisiones del directorio, gerencia general u otros órganos de dirección de las empresas que lo conforman.⁷¹

⁷⁰ Cfr. LLEMBOT MAJÓ, José Oriol. Grupos de entidades de Crédito. Editorial Civitas, 1993, p. 178.

⁷¹Cfr. LÓPEZ PRIETO, Sandra Milena, Expansión internacional de los conglomerados financieros colombianos: retos para la supervisión. Revista de Derecho Privado N° 50 - ISSN 1909-7794 - Julio - diciembre de 2013. Ley 1870 de 2017, por la cual se dictan normas para fortalecer la regulación y supervisión de los conglomerados financieros y los mecanismos de resolución de entidades financieras (en Colombia). Ubicado el [17. II. 2020]. Obtenido en: [http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?ruta=Leyes/30033767LEY No 26702 texto concordado de la ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica de la superintendencia de banca y seguros \(Perú\), p.155](http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?ruta=Leyes/30033767LEY%20No%2026702%20texto%20concordado%20de%20la%20ley%20general%20del%20sistema%20financiero%20y%20del%20sistema%20de%20seguros%20y%20orgánica%20de%20la%20superintendencia%20de%20banca%20y%20seguros%20(Perú),%20p.155). Obtenido en: http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/pf_normatividad/20160719_Ley-26702.pdf

Esta definición es concordante con la que nos ofrece el artículo 13º del Reglamento de Propiedad indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV⁷², que reconoce que se conforman por personas jurídicas que se dedican de forma “exclusiva o predominante” a desarrollar actividades financieras en al menos dos de los sectores ya sea banca, seguros, pensiones y valores. Ya que muchas de las empresas operan en el sector bancario, de seguros y pensiones, se han equiparado los criterios de propiedad indirecta, vinculación y grupo económico tanto de la SMV como de la SBS, pues en muchos casos las instituciones financieras reportan la información a ambos reguladores.

La formación de estos conglomerados financieros se debe a que los titulares de las instituciones financieras trabajan en función de lograr sinergias o economías de escala que hagan más rentable la provisión de un conjunto de servicios dentro de una estructura integrada, que la provisión de los mismos por separado, pues se reducen los costos de producción.⁷³ Respaldando esta afirmación, Silva⁷⁴ también opina que el surgimiento de conglomerados financieros obedece a una razón económica que radica en la obtención de sinergias del proceso de integración de negocios sumando además que se debe también a la reducción de riesgos de los retornos.

Ampliando aún más, la proliferación de conglomerados financieros, según Boot citado y traducido por Silva⁷⁵, se explica por cuatro fuentes de ganancias de eficiencia:

⁷² Resolución de Superintendencia N° 0019-2015. Reglamento de propiedad indirecta, vinculación y grupos económicos. Ubicado el [17. II. 2020]. Obtenido en https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001500019%20&CTEXTO

⁷³ ARRIAGADA MORALES, Gustavo. Conglomerados financieros y supervisión consolidada: La experiencia en Chile. Superintendencia de Bancos e instituciones financieras de Chile, p. 4. Obtenido de www.sbif.cl/sbifweb/internet/docs/cv_gam.pdf

⁷⁴ En lo que se refiere a la reducción de riesgo de los retornos, que hemos definido como el segundo ámbito de obtención de sinergias de la integración de negocios, se explica porque permite una mayor diversificación, al lograr que los flujos provengan de una multiplicidad de productos, clientes y lugares geográficos. Esto genera mayor estabilidad y seguridad lo que repercute directamente en una mejor calidad de crédito y mayores clasificaciones de riesgo, reduciendo el costo de capital y aumentando la rentabilidad. SILVA VALDIVIESO, Francisco. Aspectos conceptuales de la regulación y supervisión de conglomerados financieros. Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, RIMV N° 32/2011, 2011, p. 2.

⁷⁵ *Ibíd*em, p. 2.

1) Economías relacionadas a la gestión de la información: por el uso más eficiente y efectivo que se puede dar a la información de clientes al integrar nuevos negocios, como, por ejemplo: seguros de vida en hipotecas, administración de cartera o banca privada combinada con seguro de vida, créditos comerciales combinados con seguros de riesgos industriales y financiamiento de exportaciones y su riesgo.

En este contexto lo que explica que grandes bancos absorben firmas con alto grado de especialización, es que les permite integrar “know-how” y explotar mejor su base de clientes.

2) Beneficios relacionados a la reputación: se explotan a través del marketing conjunto de diferentes productos, debido a que otorga confianza; este tipo de estrategias puede generar alto rendimiento en productos nuevos, donde el riesgo es menos conocido para el cliente.

3) Economías relacionadas a la innovación financiera: se explican porque una mayor base de clientes puede contribuir a recuperar más rápido los costos fijos de la innovación.

4) Beneficios de la diversificación o beneficio de la venta cruzada: se puede entender como la sinergia de clientes que se logra cuando, por ejemplo, la combinación de pensión, seguro de vida y productos de ahorro dentro de una firma mitiga el efecto de sustitución de la demanda.

Queda claro, por tanto, que la formación de estos conglomerados tiene como causa diversas motivaciones económicas, y que su estudio es amplio y multidisciplinario.

Continuando con la descripción de los conglomerados financieros, es inevitable tocar el tema de los términos banca universal, “*allfinanz*”, o banca múltiple. Esto debido a que dentro de su composición intervienen instituciones bancarias que realizan captación de recursos del público para su posterior colocación mediante las operaciones activas, es decir mediante inversión, y

adicionalmente prestan una serie de servicios mediante la intermediación financiera. Mejor dicho, en palabras de Stewart la banca múltiple:

Consiste en permitir a la banca actuar prácticamente en el ámbito de toda la economía, a través de empresas subsidiarias y de contratos de fideicomiso, fundamentalmente. La base de tal permeabilidad legal es que no puede concebirse empresas que garanticen mejores y mayores recursos no sólo pecuniarios sino, además, técnicos; por tanto, serían las entidades que estarían en mejores condiciones de actuar, propiciando el desarrollo económico, no sólo como intermediarios financieros, sin limitaciones de plazo en su actividad, sino como productores o comercializadores⁷⁶.

Por eso, es importante tener en mente que una definición de conglomerados se refiere fundamentalmente al tipo de organización de éste, ya sea a través de filiales o de empresas coligadas, de instituciones financieras que combinan actividades de captación de fondos públicos en forma de depósitos con otras actividades financieras que no involucren la captación de depósitos.⁷⁷

Ahora, respecto a lo que mencionamos en apartados anteriores, debemos realizar una aclaración sobre la relación entre la dirección unitaria y los inversionistas institucionales. Dichos inversores en el desempeño de sus funciones de colocación de capitales, pueden o no, carecer de dirección unitaria. Esto debido a que su actividad en el mercado bursátil puede conducirles a asumir una posición significativa en otras sociedades cotizadas, que a su vez suelen formar parte de otro grupo, y tener una posición de predominio, no acorde con su esencia, fundamentalmente captadora de ahorro privado e inversora.

En este sentido si bien estos inversionistas ostentan poder sobre ciertos grupos, su idea de vigilancia o control no va dirigida a la gestión de la empresa,

⁷⁶ STEWART BALBUENA, Alberto. Aspectos generales de la contratación en el sistema financiero, en Homenaje a Carlos Rodríguez Pastor. Lima, Editorial: Cultural Cuzco, 1992, p. 683.

⁷⁷ ARRIAGADA MORALES, Gustavo. Conglomerados financieros y supervisión consolidada: La experiencia en Chile. Superintendencia de Bancos e instituciones financieras de Chile, p. 5. Obtenido de: www.sbif.cl/sbifweb/internet/docs/cv_gam.pdf

sino una vigilancia de su organización y funcionamiento que procure una maximización de las ganancias producto de su inversión. En pocas palabras, como diría Girgado⁷⁸ y Roncero⁷⁹, “El inversor no pretende más que ser eso: inversor.” Una actuación contraria sería objeto necesario de regulación por el legislador por la disfunción que podría ocasionar.

Pero, como dijimos anteriormente, los conglomerados financieros están compuestos por instituciones dedicadas a la intermediación financiera, algunas incluso de banca múltiple, pero también por empresas de otros rubros, llamadas en la doctrina como “industriales”. Por lo que la regla antes mencionada no es del todo cierta, porque el holding, o controlador, que ostenta la dirección unitaria del grupo también ejerce este poder de dirección sobre sus empresas industriales, en las que a su vez los inversionistas institucionales tienen gran participación en el capital social, por lo que indirectamente tienen un interés más allá de la mera vigilancia de sus retornos.

De esta manera queda claro cómo es que funcionan los mercados financieros, y específicamente el mercado de valores peruano. A lo largo de este capítulo se ha detallado el entorno en el que se desenvuelven las empresas del sistema financiero, y se ha definido el concepto de conglomerado financiero como un sub tipo específico dentro de la clasificación de los grupos empresariales. Estos pueden generar situaciones de riesgo, que serán expuestas más adelante.

⁷⁸ GIRGADO PERANDONES, Pablo. La Empresa de Grupo y el Derecho de Sociedades. Editorial Comares, 2001, p. 215.

⁷⁹ RONCERO SÁNCHEZ, Antonio. Representación del accionista en la junta general de la sociedad anónima. Madrid, Editorial McGraw Hill, 1996, p. 669.

CAPÍTULO II: CORRIENTES REGULATORIAS, RIESGOS Y CONFLICTOS DE INTERÉS AL INTERIOR DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Habiendo descrito el funcionamiento de los conglomerados financieros y su participación en el mercado de valores, será necesario ahora ahondar en las corrientes regulativas, los riesgos que el mercado afronta y la clasificación de los conflictos de interés.

1.- DISTINTAS FORMAS DE REGULAR A LOS CONGLOMERADOS

En esta sección pretendemos hacer una propuesta de marco conceptual que será de utilidad para tratar los desafíos de regulación y de supervisión que impone la conformación de conglomerados financieros.

Una clasificación sencilla de los objetivos regulatorios es la propuesta por Silva y Rodríguez.⁸⁰ Esta nos permite dar cuenta de que la regulación de los mercados financieros comprende los siguientes objetivos:

- Protección del usuario (inversionista, aportante, asegurado, afiliado o cliente).
- Eficiencia de mercado (estructura y estrategia competitiva).
- Estabilidad financiera.

⁸⁰ SILVA VALDIVIESO, Francisco. Aspectos conceptuales de la regulación y supervisión de conglomerados financieros. Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, RIMV N° 32/2011, 2011, p. 8. Obtenido de: <http://www.rimv.org/es/descargar/600/art>. RODRIGUEZ FERNANDEZ, Maximiliano. Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano. Revista E- Mercatoria, vol. 13 N° 2, julio- diciembre, 2014, p. 3. Obtenido de: <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/4047/4847>.

- Otros objetivos sociales (ej.: seguridad social, atracción de inversión extranjera, desarrollo estratégico de mercados nacionales, etc.).

Existen distintas maneras mediante las que se puede regular a los conglomerados financieros, y en general al sistema financiero. En adelante trataremos de explicar dichas corrientes regulativas, exponiendo argumentos y principios que nos serán de utilidad para comprender aún más la estructura y funcionamiento de los conglomerados.

1.1.- REGULACIÓN PRUDENCIAL

La regulación de carácter prudencial implica un ejercicio preventivo, mediante el cual el gobierno establece regulaciones dirigidas a la disminución del riesgo, y además implica la correcta actuación de los supervisores monitoreando el respeto y cumplimiento de normas, y controlando la asunción de riesgos excesivos. Esta regulación según Ustaris⁸¹ se resume en los siguientes aspectos:

En primer lugar, están las “restricciones en las actividades y activos de la matriz”. Esto se fundamenta en que el gobierno debe imponer al sector bancario regulaciones estrictas encaminadas a centrar a las instituciones financieras en el objeto principal de sus negocios y restringir la exposición de los activos de la matriz.

Por ejemplo, tenemos al artículo 217^o de la Ley General del Sistema Financiero, que establece una lista operaciones y actividades prohibidas, entre las que destacan la prohibición de otorgar créditos con garantía en sus propias acciones, conceder créditos para financiar actividades políticas, respaldar obligaciones de terceros a plazo indeterminado, dar en garantía bienes de su activo fijo, entre otras.

⁸¹ USTARIS GONZALEZ, Luis Humberto. El Comité de Basilea y la Supervisión Bancaria. Bogotá, Editorial Pontificia Universidad Javeriana, Revista VNIVERSITAS JURIDICA, vol. 52, N° 105, 2003, p. 441-442. Ubicado el [17. II. 2020]. Obtenido en: <http://revistas.javeriana.edu.co/index.php/vnijuri/article/view/14855/11995>

También está del artículo 5º del Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras⁸², que en aras al principio de Independencia y Separación establece una serie de restricciones en las actividades de la sociedad, sus accionistas, gerentes y directores, con una participación superior al 10% del capital o si formaran parte del Comité de Inversiones o que simplemente participe en las decisiones de inversión. Las limitaciones van desde la adquisición o cualquier forma de explotación de bienes o derechos de los fondos, hasta el recibir o dar préstamos o garantías con cargo a los fondos.

Luego plantea la “separación de la banca del sector real”. Esto quiere decir que en la medida que los bancos asuman inversiones en empresas del sector real podrían verse abocados a un sistema financiero frágil, pues existe la posibilidad de utilizar el ahorro del público para adquirir estas compañías. Esto constituye fuente permanente de conflicto de interés y afecta el equilibrio competitivo del sistema financiero. Lo principal aquí no es evitar que los bancos inviertan en el sector real, sino establecer mecanismos claros que permitan discernir el apalancamiento que utilicen para dichas inversiones y que las mismas se vean reflejadas de manera consolidada en sus estados financieros.

Una norma de este tipo es el artículo 217º inciso 8 de la Ley General del Sistema Financiero, que prohíbe adquirir acciones de empresas no financieras, es decir del sector real, que sean directa o indirectamente de accionistas de la propia empresa, salvo que estén cotizadas en bolsa. Esto último porque en el mercado de valores existe un ambiente de mayor transparencia, lo que permitiría tener una mayor información de lo que suceda en estas transferencias de acciones, pero aun así siempre existe cierto riesgo.

Como tercer punto trata el tema de las “restricciones competitivas”. Con esto se refiere a que el incremento de la competencia puede aumentar en los bancos el riesgo moral y de esta manera forzarlos a la asunción de un riesgo mayor. Es por esta razón que algunos gobiernos han optado por establecer límites a la

⁸² Resolución de Superintendencia N° 00029-2014 REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400029%20&CTEXTO=

entrada de nuevos bancos, restringen la apertura de sucursales, o establecen topes en materia de intereses.

Un ejemplo de esto, son los artículos 201º y 202º de la Ley General del Sistema Financiero, que establecen que en el crédito a directores y trabajadores de la empresa, y el financiamiento a personas vinculadas, las condiciones de dichos créditos no podrán ser más ventajosas que las mejores que la empresa otorgue a su clientela, en cuanto a plazos, tasas de interés y garantías.

A esto se suma la “autorización para operar bancos” claramente bajo la autoridad de los organismos reguladores y bajo criterios objetivos.

También encontramos a los “requerimientos de capital”. Esto significa que, si un banco es forzado a mantener una cantidad elevada de capital, tendrá más que perder, por lo que se verá incentivado a realizar actividades menos riesgosas. Incluso otra de las medidas prudenciales puede ser la creación de “seguros de depósito”, lo cual se traduce en que, el riesgo de los depósitos y ahorros de la entidad esté cubierto en su integridad. Si esto fuera así desaparecería el riesgo moral. Sin embargo, esto es muy difícil de conseguir, pero si es posible que estos seguros de depósito protejan los ahorros hasta cierto monto. Lo importante es que los países cuenten con un mecanismo de esta naturaleza.

En este caso el artículo 19º de la LGSF establece la que la SBS está facultada para autorizar la organización y funcionamiento de las empresas financieras comprendidas en los artículos 16º y 17º, estableciendo los requisitos, su opinión al respecto, e incluso estableciendo que en ciertos casos es además necesaria opinión del Banco Central. Por su parte los requerimientos de capital se encuentran establecidos en el artículo 16 y 17 del mismo texto normativo. Al igual que en la Ley del mercado de valores, en su artículo 133º establece el patrimonio mínimo para operar una bolsa, al igual que su artículo 189 establece un requerimiento de capital para constituir una Sociedad Agente de Bolsa, y el 205º para las Sociedades Intermediarias de Valores.

En cuanto a los seguros de depósito está lo establecido en el artículo 144 de la Ley General del Sistema Financiero, que protege hasta cierto monto el dinero de los ahorristas; o el fondo de garantía que establece el artículo 158 de la Ley del Mercado de Valores para respaldar las obligaciones de las sociedades agentes frente a sus comitentes.

Finalmente, respecto de la supervisión bancaria, pueden considerarse como regulación prudencial a los “requerimientos de revelación”, como por ejemplo que los bancos se adhieran a principios estándares de contabilidad para revelar un amplio rango de información que facilite al mercado medir la exposición de riesgo de la entidad financiera. O también a la “supervisión bancaria”.

Los elementos mencionados constituyen un parámetro mínimo que cada país debería evaluar para adoptar un marco regulatorio del sistema financiero.

Respecto al tema de la regulación y supervisión, existen varias entidades internacionales dedicadas a emitir recomendaciones ampliamente aceptadas por diversos países. Estas organizaciones son el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS). Todas ellas se reúnen en el Joint Forum, entidad que ha trabajado desde 1999 en la emisión de principios para la supervisión y regulación de conglomerados financieros.

Según Echevarría⁸³, el documento emitido por el *Joint Forum* denominado “*Principles for the Supervisión of Financial Conglomerates*” contiene 29 principios para reglamentar la actuación de los conglomerados, y los agrupa en cinco grandes ejes: (i) poder y autoridad de supervisión (principio 1 a 4), (ii) responsabilidad de supervisión (principio 5 a 9), (iii) gobierno corporativo (principio 10 a 14), (iv) capital adecuado y liquidez (principio 15 a 20), y (v) manejo de riesgos.

⁸³ ECHEVARRIA WARTENBERG, Daniel. El régimen de conglomerados financieros en Colombia: Recomendaciones para aplicación de mejores prácticas internacionales. Colombia, Monografías FELABAN, 2016, p. 16. Obtenido de: http://www.felaban.net/documentos_interes.php

Para procurar un avance en una regulación completa de conglomerados financieros, es pertinente acogerse a estos principios y guías internacionales. Uno de los principios básicos en el ámbito internacional, es el de la supervisión consolidada. Este se encuentra en el principio N° 12 de del documento antes comentado, y establece que “para la supervisión bancaria resulta esencial que el supervisor lleve a cabo su labor en base consolidada para todo el grupo bancario, realizando un adecuado seguimiento y, cuando corresponda, aplicando normas prudenciales a todos los aspectos de las actividades que el grupo realiza a escala mundial”⁸⁴. Esto quiere decir que no basta la supervisión bancaria a nivel nacional, o a nivel solo de su empresa individualmente, sino que se requiere una supervisión conjunta de todo el conglomerado en sus actividades transfronterizas, a escala mundial.

Otro de los temas neurálgicos de la regulación de conglomerados es la relación entre el supervisor de origen y el de acogida. Esto se encuentra contenido en el principio N°13 y dice “Los supervisores de origen y de acogida de los grupos bancarios transfronterizos intercambian información y cooperan en aras de una supervisión eficaz del grupo y de las entidades del grupo, así como de una gestión eficaz de situaciones de crisis. Los supervisores exigen que las operaciones locales de los bancos extranjeros se lleven a cabo en virtud de las mismas normas que se aplican a las entidades locales”⁸⁵.

1.2.- AUTORREGULACIÓN

Si nos referimos a un concepto de autorregulación, es más fácil intuirlo que definirlo. El problema inicial que encontramos es que no existe una única definición de autorregulación que sea aplicable a todos. Esto sucede porque el concepto mismo ha evolucionado bajo diferentes circunstancias, razones y países. Aun así, una definición de autorregulación podría ser la que ofrece Baggott citado por Rodríguez⁸⁶ “un acuerdo institucional según el cual una organización (privada) regula el comportamiento de sus miembros”; además la

⁸⁴ Ibídem. p. 40-42.

⁸⁵ Ibídem. p. 45.

⁸⁶ RODRIGUEZ FERNANDEZ, Maximiliano. Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano. Revista E- Mercatoria, vol. 13 N° 2, julio-diciembre, 2014, p. 2. Obtenido de: <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/4047/4847>.

esencia de la autorregulación para este autor será una gobernabilidad o administración colectiva. Podría también definirse como “un grupo de personas u organizaciones, que, de manera conjunta, ejecutan funciones de regulación respecto de sus propias actividades y de todas las de aquellos que aceptan su autoridad”.⁸⁷

Por un lado, su principal ventaja en comparación con la regulación del sector público, se deriva de la proximidad de los agentes a los mercados, de su pragmatismo y de los menores costes de supervisión; pero por otro, la autorregulación puede acabar siendo también inadecuada, ineficiente y anticompetitiva.⁸⁸

La facultad de autorregulación se encuentra reconocida en el artículo 131 de la Ley del Mercado de Valores, la cual es atribuida a las bolsas de valores. Esta norma les atribuye 3 facultades: facultad normativa, para asegurar el correcto funcionamiento de la intermediación de valores; facultad de supervisión, es decir velar por el cumplimiento normativo y los reglamentos de autorregulación; y una facultad disciplinaria, a fin de que sancione a los agentes de intermediación que operen en el mecanismo centralizado bajo su conducción.

En el mismo artículo se especifica que en ningún caso las facultades de autorregulación deben ser comprendidas como el ejercicio de una función pública. No obstante, la propia norma reconoce que organismos distintos a las bolsas de valores pueden obtener dichas facultades si se organizan como entidades autorreguladoras, pero le corresponde a SMV autorizarlas.

Otra manifestación de la autorregulación en el Perú son las normas internas de conducta y códigos de ética. Por ejemplo, en el caso de las Sociedades Administradoras de Fondos, el artículo 6º de su reglamento establece el deber de las mismas a establecer límites de información, y establecer reglas que permitan dar prioridad al interés del Fondo o los partícipes ante un eventual conflicto de interés. Además, dicho reglamento en su Anexo “A” establece unos criterios mínimos que dicho código de conducta debe contener.

⁸⁷Ibídem, p. 3.

⁸⁸ Cfr. CUENCA MIRANDA, José Manuel. Autorregulación y mercados financieros. Revistas ICE, Sistema Financiero: Novedades y tendencias, N° 801, 2002, p.123. Obtenido de: <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/4047>

1.2.1.- LO POSITIVO DE LA AUTORREGULACIÓN

Respecto a las ventajas e inconvenientes de la autorregulación se ha opinado mucho. Por ejemplo, la escuela de Chicago⁸⁹, máximo exponente de lo que se ha dado en llamar “nuevo liberalismo”, rechaza frontalmente toda forma de regulación estatal por entender que, siendo el libre mercado la forma más eficiente de asignación de los recursos económicos (y, por tanto, de creación de riqueza), la regulación atenta *per se* contra dicha eficiencia al disminuir o cortar la libre actuación de las fuerzas del mercado.

Frente a esta postura se alzan quienes defienden la existencia de fallos en los mercados (*market failures*) en la asignación eficaz de recursos que justifican la regulación de aquéllos, pues en ocasiones la consecución de objetivos de carácter político debe prevalecer sobre los intereses de los agentes del mercado en cuestión.⁹⁰

Existe además la justificación de la regulación en la protección de la propia libertad del mercado frente a los abusos de algunos de los participantes y agentes del mismo. Desde esta posición, llamada “regulación orientada a la competencia”, se reconoce que el Estado debe intervenir en la vida económica mediante la regulación, limitándose a la protección de la libertad del mercado y el incremento de la competencia. Bajo esa premisa, la autorregulación parecería tener un nuevo significado como técnica legislativa entre la falta absoluta de regulación y el modelo clásico de regulación estatal.

1.2.2.- LAS CRÍTICAS A LA AUTORREGULACIÓN

Por otro lado, el argumento más común en favor de la autorregulación es que resulta un método más eficaz para ordenar la actividad económica que la regulación pública directa⁹¹. Esto podría deberse al papel jugado por la escuela del análisis económico del derecho, pues mayormente la autorregulación busca ampararse en torno a argumentos económicos (eficiencia comparativa, costos de transacción, etc.). Los diversos autores que se han aproximado a la cuestión

⁸⁹ REFERENCIA SOBRE LA ESCUELA DE CHICAGO

⁹⁰ Cfr. SALINAS ADELANTADO, C. Desregulación y neo regulación en el mercado de valores», RDM, número 224, 1997, p. 711. Cfr. GARRIDO, José María. La regulación de los mercados financieros en Inglaterra», RDBB, número 39, 1990, p. 24.

⁹¹ CASTILLA, M.: Regulación y competencia en los mercados de valores, Madrid, Editorial Civitas, 2001, p.106.

desde esta perspectiva han puesto de relieve unánimemente dos grandes virtudes de los sistemas de autorregulación: El conocimiento de la realidad regulada, y, la flexibilidad y simplicidad operativas.

Respecto del primero, afirman que son los operadores de un mercado quienes conocen mejor los problemas de éste y, por lo tanto, los más indicados para ofrecer soluciones a los mismos. En cuanto al segundo se refieren a que los organismos de autorregulación no están sujetos a la observancia de los rígidos trámites y formalidades propios de los procedimientos legislativos y administrativos, por lo que tienen mayor rapidez de reacción y de resolución de conflictos.

Como es de observarse ambos argumentos no destacan por su valor intrínseco, sino porque generan reducción de costos en la información, supervisión, imposición de sanciones y en la modificación de sus procedimientos. Incluso se habla de menores costes en las relaciones entre participantes del mercado y su regulador, pues según esta corriente en la autorregulación existe confianza mutua, y no la sospecha y recelo de los reguladores estatales. Un argumento más a favor, es que mientras los costes de la regulación estatal se sufragan por todos los ciudadanos vía impuestos, por lo general, los costes de los regímenes de autorregulación son objeto de internalización en el correspondiente sector o actividad profesional.

Son muchas las críticas que hasta la fecha se han arrojado sobre la autorregulación desde muy distintas ramas del saber. No obstante, según Cuenca⁹² es posible reducirlas a tres: la falta de legitimidad, la naturaleza anticompetitiva y la ineficacia. La primera se manifiesta con mayor intensidad en las construcciones de los profesionales del derecho, la segunda a través de obras de los estudiosos de la teoría económica, y la tercera resulta territorio de los sociólogos, “existe entre las tres una tan honda imbricación que cabe considerar cada una de ellas como la forma en que las respectivas disciplinas

⁹² CUENCA MIRANDA, José Manuel. Autorregulación y mercados financieros. Revistas ICE, Sistema Financiero: Novedades y tendencias, N° 801, 2002, p.126. Obtenido de: <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/4047>

adoptan un mismo convencimiento, íntimamente arraigado en el subconsciente colectivo: el de que no se puede ser a la vez juez y parte.”

En primer lugar, la falta de legitimidad democrática es una idea latente en todas las críticas jurídicas a la autorregulación. El argumento es que la autorregulación genera una apropiación del poder político por grupos sociales no elegidos democráticamente ni sujetos a responsabilidad por las posibles desviaciones en el ejercicio de ese poder. Junto a esto se argumenta que propician toda suerte de abusos y conflictos de intereses, que devienen en intolerables cuando sus decisiones pueden afectar a terceros.

Es por esta permanente tensión de intereses por la que se asienta la necesidad de una completa separación entre los órganos reguladores y las empresas reguladas. Se afirma así que la neutralidad del regulador es la piedra angular de su fiabilidad y que es esencial para el buen funcionamiento de todo mercado. Desde esta perspectiva, la regulación pública es siempre preferible a la autorregulación, porque en esta última, los riesgos son mucho mayores. Finalmente, se ha argumentado en este sentido que existe un punto de quiebre del principio de separación de poderes pues las funciones de los organismos de autorregulación abarcan tanto facultades de producción e interpretación normativas, como potestades de supervisión y sanción.

Si la falta de legitimidad es el motor de quienes abogan por la regulación, más aún lo es la tendencia de la autorregulación a restringir la competencia. En efecto, no parece posible negar que los organismos de autorregulación profesionales dotados de la potestad exclusiva de conceder licencias u otros títulos habilitantes para el ejercicio de una actividad o profesión pueden abusar de dicho poder para impedir la entrada de nuevos competidores. En resumen, son las propias leyes del mercado, como por ejemplo la maximización de beneficios, las que generan el riesgo de que los organismos de autorregulación actúen guiados por los intereses individuales de sus miembros y en contra del interés público.

En una aproximación más empírica al problema, se ha constatado el escaso éxito de los organismos de autorregulación en la persecución y sanción efectivas de los incumplimientos de sus miembros. En la misma dirección, se

ha puesto de relieve tanto el incentivo negativo que a este respecto supone la necesidad de los organismos de autorregulación de proteger su reputación como la desventaja que deriva de su incapacidad legal para imponer sanciones penales a sus miembros.

Por otra parte, la influencia económica ha orientado los objetivos hacia una llamada autorregulación consensual (*consensual self-regulation*)⁹³, modelo en el que el rol de la ley se reduce a establecer objetivos generales que han de concretarse mediante los acuerdos que alcancen los *stakeholders*, limitando la actuación de los organismos reguladores al control de tales acuerdos.

Finalmente, llama la atención también el modelo de autorregulación competitiva (*competitive self-regulation*)⁹⁴, que se traduce en que en un escenario competitivo los propios agentes del mercado tienen incentivos positivos para generar reglas de contratación y de conducta que busquen el mayor beneficio para los inversores. La competencia entre las empresas por la captación de clientes actúa como estímulo directo para la mejora constante en la calidad de los servicios que aquéllos proporcionan. No obstante, tales modelos, por definición, únicamente son viables en mercados no monopolísticos.

1.3.- DESREGULACIÓN

Al contrario de lo que la expresión parece sugerir, la desregulación no debe entenderse como la anomia. Consistiría, en cierta manera, en la eliminación de normas invasivas e intervencionistas, propias del Estado Social, cambiándolas por otras que busquen la plena autonomía privada y la libre competencia entre los sujetos y operadores del mercado. Si bien tiene mucho impacto en el plano nacional, en cuanto a lo transfronterizo es donde toma su verdadera importancia. Es quizá una de las más fuertes corrientes normativas en lo que a mercados globalizados se refiere. Esto se fundamenta en que los mercados internacionales necesitan normas uniformes y adecuadas a los cambios tecnológicos y científicos, que permitan brindar seguridad a las transacciones comerciales y que no signifiquen trabas a la normal fluidez del mercado.

⁹³Ibídem p. 128.

⁹⁴ Ibídem p. 129.

“La desregulación no se identifica, empero con la anomia, sino con la sustitución de una legislación intervencionista, que adopta medidas políticas para influir y modificar las estructuras sociales y económicas, por otra abstencionista, tolerante con las normas procedentes de los propios agentes económicos y sociales, y limitada a garantizar la vigencia de las reglas de juego del libre mercado, en especial la libre competencia o igualdad de oportunidades entre sujetos económicos privados” ⁹⁵.

Mediante la desregulación se busca algo inverso al Estado Social, es decir, la sustitución de un régimen jurídico intervencionista por uno abstencionista restaurador de lo privado. Quizá este sea el motivo por el cual en la realidad peruana esta corriente regulatoria no ha encontrado asidero, y porque al igual que en otros países la confianza en los privados no ha traído consigo experiencias positivas.

Una forma de desregulación según indica Darnaculetta⁹⁶, es la autorregulación regulada, la cual se diferencia de la autorregulación propiamente dicha, porque en este caso las autoridades estatales toleran las normas gestadas en el ámbito privado, pero con el objetivo de posteriormente servirse de ellas para cumplir fines públicos.

Mas, autores como Capela⁹⁷, al analizar las repercusiones jurídicas de los cambios institucionales producidos por la globalización, caen en cuenta de los beneficios, perjuicios y necesidades que acarrea la desregulación. En primer lugar, considera que el carácter transnacional de los agentes económicos que protagonizan los procesos globales lleva a las grandes empresas y principalmente a los conglomerados financieros a una “mundialización” que genera un poder “meta-estatal” que rompe toda idea de soberanía del Estado, y por lo tanto debilitándolo.

⁹⁵ SORIANO GARCÍA, José Eugenio. Desregulación, privatización y Derecho Administrativo. Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia – España, 1993, p. 9 – 13.

⁹⁶ Cfr. DARNACULLETA GARDELA, María Merce. Derecho Administrativo y autorregulación: la autorregulación regulada. Universitat de Girona, 2003, ISBN: 84-688-4870-0. Obtenido de <https://dugi-doc.udg.edu/bitstream/handle/10256/4787/tmdg.pdf?sequence=12&isAllowed=y>

⁹⁷ CAPELLA, Juan Ramón. Fruta prohibida: Una aproximación histórica-teórica al estudio del derecho y del Estado. Madrid, Editorial Trotta, 2008, p. 260 y ss.

Por lo tanto, podemos decir que existiría un poder mayor al poder de los gobiernos nacionales, es el poder de un soberano de carácter privado, supraestatal y difuso, en nuestras propias palabras el poder del mercado globalizado. En muchos casos es por esta razón que se busca una desregulación, porque las grandes empresas privadas buscan al ordenamiento más favorable a sus intereses, para eso buscan paraísos fiscales, o trasladan la fase de elaboración de sus productos a países que permiten la explotación laboral, o aquellos que no tienen políticas contra la contaminación ambiental, siempre buscando la maximización de sus ganancias.

En segundo lugar, otro de los aspectos que Capella plantea es que los agentes económicos necesitan un marco normativo uniforme a escala global y este podría ser el que se creó con la “nueva lex mercatoria”, que en palabras de Marcilla⁹⁸ es “una fuente de Derecho independiente de cualquier poder público y basada en un proceso de negociación en el que participan agentes económicos transnacionales.” Esta norma resulta un conjunto de usos y prácticas altamente frecuentes en las transacciones comerciales internacionales, que regulan al llamado “circulo de comerciantes más poderosos” o las “*Big Corporations*” del Siglo XXI.

En tercer lugar, para el autor una de las cuestiones que explica las transformaciones jurídicas más importantes de la desregulación, es que los agentes económicos a escala global poseen una alta capacidad de presión e influencia sobre los poderes públicos estatales. Esto quiere decir que la iniciativa normativa privada no se limita a sus propios asuntos, sino que se proyecta en la capacidad de negociar y de influir sobre los poderes políticos públicos, bien a través de instituciones interestatales, (como el G8, El Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, la Organización Mundial del Comercio, etc.) o a través de instituciones estatales, por medio de *lobbies* que pactan con los gobiernos y con las organizaciones políticas.

Resulta bastante impresionante darse cuenta que el Estado Social se ve cada vez más amenazado por las grandes empresas mundiales, que poco a poco,

⁹⁸ MARCILLA CORDOBA, Gema. Desregulación, Estado Social y Proceso de Globalización. Castilla- España, Editorial DOXA, ISSN: 0214-8676 2005, p. 257.

alcanzan un poder superior. Por esta razón es que resulta importante que los gobiernos tomen en consideración cada vez más a la empresa transnacional, a los conglomerados financieros y a todos los grandes grupos económicos, al momento de diseñar sus políticas públicas.

Finalmente, y en la opinión conclusiva de Marcilla⁹⁹, la desregulación ha puesto de manifiesto la crisis del derecho legal, y del mismo Estado Social, incluso del Estado en sí mismo. Esto por la marcada imposibilidad de gestión adecuada y eficiente de los problemas suscitados en los mercados globales, donde la regulación normativa resulta insuficiente y problemática, y pone de manifiesto el auge de la propuesta de la sociedad globalizada de Derecho privado, que propone a la desregulación como una política económica global.

2.- RIESGOS DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Algunos de los principales problemas que presenta esta forma de organización tienen sus raíces en las tradiciones, leyes, prácticas contables e historia de los distintos países en los que interactúan, así como en los diferentes enfoques adoptados por los supervisores de las empresas involucradas en su operación¹⁰⁰.

Tal como se describió anteriormente, la globalización del sistema financiero hace que se interactúe en un escenario internacional a través de conglomerados financieros, los cuales deben ser vistos, también, como empresas que realizan un conjunto de actividades que entrañan riesgos significativos para otras instituciones financieras, para el sistema financiero en su conjunto y, posiblemente, para el orden económico y social¹⁰¹. Esto genera una serie de riesgos que deberían ser analizados, evaluados y tratados por los supervisores.

⁹⁹ Ibídem. p. 262 – 263.

¹⁰⁰ Cfr. ASOCIACIÓN DE SUPERVISORES BANCARIOS DE LAS AMÉRICAS. Guía de buenas prácticas y recomendaciones para la regulación y supervisión de conglomerados financieros. [s. l.], 2010, 62 p. Obtenido de: <http://www.asbasupervision.com/es/bibl/i-publicaciones-asba/i-2-otros-reportes/780-orep06-1>

¹⁰¹ Cfr. LÓPEZ PRIETO, Sandra Milena, Expansión internacional de los conglomerados financieros colombianos: retos para la supervisión. Revista de Derecho Privado N° 50 - ISSN 1909-7794 - Julio - diciembre de 2013, p. 11.

Se ha determinado que existen diversos riesgos en la relación de los conglomerados, y la caracterización de estos ha sido complementada por diversos organismos internacionales. Entre ellos tenemos a los riesgos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, estratégico, de reputación, de conflicto de interés y de falta de transparencia de estructura legal. Pero para lo que concierne a la presente investigación nos son de interés solo algunos de ellos.

2.1.- RIESGO DE CONFLICTO DE INTERÉS

Este riesgo es parte medular de la presente investigación. Decimos que en el sistema financiero se puede identificar la existencia de un conflicto de interés cuando, en una situación determinada, un agente que está en una posición de confianza o fiduciaria para con su cliente o contraparte, presenta un interés individual opuesto al de aquel.¹⁰² Para que un conflicto de interés sea relevante para el regulador no es necesario que este llegue a ocurrir, sino que dada la estructura legal y organizacional de los conglomerados, quepa la posibilidad. En esta materia es necesario que el regulador haya considerado todos los conflictos de interés posibles para regularlos *ex ante*.

Los conflictos de interés no son por si mismos los actos indebidos, son circunstancias que ocurren muy a menudo en los mercados financieros. Sin embargo, lo que sí es objeto de un juicio de valor es la solución al mismo una vez se manifieste. “Los conflictos de interés son un riesgo de corrupción, no un acto de corrupción (...)”¹⁰³ En el caso de los conglomerados, se intensifican estos conflictos cuando los inversores con participaciones importantes tienen relaciones contractuales con empresas del grupo, o cuando los intereses de los accionistas pueden entrar en conflicto con los intereses de los acreedores, u otros grupos de interés.

¹⁰²Cfr. LAZEN, Vicente y EGUILUZ Cristián. CONFLICTOS DE INTERES EN SERVICIOS FINANCIEROS: TAXONOMIA Y MECANISMOS DE CONTROL REGULATORIO. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, Documento de trabajo N°6, diciembre de 2006, p. 4. Obtenido de: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/3891/>

¹⁰³ Oficina Antifrau de Cataluña. La gestión de los conflictos de interés en el sector público de Cataluña. Colección Testimoni Parlamentis 39, octubre de 2016, p.15. Obtenido de: <http://www.nogracias.org/2019/01/14/politicas-conflictos-interes-introduccion-teorica/?print=pdf>

Por ello, podemos señalar que, para la existencia de un conflicto de interés deberán estar presentes los siguientes elementos:

- **Sujetos intervinientes:**

Cliente: Que puede ser una Persona Natural (inversionista individual; gerente, director, accionista o trabajador de otra empresa del mismo grupo económico o vinculado); Persona Jurídica (de otro grupo económico, del mismo grupo económico, Inversionista Institucional)

Asesor, Operador, Administrador de carteras, Funcionario de inversión: son aquellos que establece el artículo 40 del reglamento de agentes de intermediación.

Institución financiera: SAB, SIV, Estructurador, SAFI, SAFM, Banco de Inversión, Sociedad Titulizadora.

- **Intereses contrapuestos:**

Intereses del Cliente: Que pueden ser ganancia de la operación (rentabilidad como inversionista), dividendos, incremento de acciones con derecho a voto, mayor participación en la empresa (accionista).

Interés del Asesor, Operador, Administrador de carteras, Funcionario de inversión: Intereses de terceros ya sea familiares, amigos o institución financiera, o intereses propios, por comisiones, por incentivos del empleador.

Interés del conglomerado: De una de sus empresas que actúe como contraparte o de la empresa controladora en operaciones intragrupo.

Teniendo en cuenta a los sujetos y los intereses antes descritos, pueden presentarse diversos escenarios. En vista a que la legislación peruana no realiza ninguna distinción taxativa entre los posibles conflictos de interés, para la descripción de los mismos tomaremos en cuenta la clasificación que realiza el artículo 7.6.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010 de la Superintendencia Financiera de Colombia¹⁰⁴, claro está adecuándolo al caso peruano:

¹⁰⁴ Decreto 2555 de 2010 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Ubicado el [30. V. 2018].Obtenido en:

- **Primer escenario:** El interés de un cliente contra interés propio.

Respecto al cliente nos referimos a “interés” como posible ganancia o utilidad, y cuando hacemos referencia a “interés propio” nos referimos a la persona (Asesor, Operador, Administrador de carteras, Funcionario de inversión, o cualquier dependiente que realiza la operación) o a la propia sociedad intermediaria de valores o institución financiera que ha adoptado una posición sobre los mismos activos que su contraparte.

Caso hipotético, una SAB vende a su cliente acciones mediante una operación de swap, las cuales tienen un valor mucho más elevado de las que podría encontrar en el mercado. Aquí se ve beneficiada la SAB a expensas del cliente. O un caso más simple, la asesoría de inversión orientada a que su cliente invierta en valores en los que la SAB mantiene inversiones por cuenta propia.

Este riesgo se puede presentar cuando el conglomerado tiene incentivos al realizar ventas cruzadas de productos a sus clientes y no los asesora objetivamente, utilizando los fondos que le son otorgados en productos que solo resultan convenientes para los intereses del grupo.

- **Segundo escenario:** El interés de un tercero relacionado con el intermediario, y el interés de un cliente.

En este caso nos ponemos en la situación de que el agente (entiéndase el intermediario o sus dependientes) realizan operaciones para ambos clientes, pero uno de ellos se encuentra relacionado con el agente, ya sea por un vínculo de afinidad, familiar, vinculación económica o interés del grupo. En este caso lo ideal sería mantener la neutralidad y no beneficiar a uno en desmedro del otro.

- **Tercer escenario:** El interés del fondo que administra una sociedad y el interés propio o de otro cliente.

Este caso ocurre cuando una Sociedad Administradora de fondos utiliza recursos del fondo para otras operaciones por cuenta propia o en beneficio de un tercero, perjudicando a los partícipes.

- **Cuarto escenario:** La utilidad de una operación y la transparencia del mercado.

Es decir, cuando mediante mecanismos engañosos ya sean conductas fraudulentas, manipulación o conductas abusivas se busque alterar la formación de precios de un activo, o la información para la toma de decisiones.

2.2.-RIESGO REPUTACIONAL VINCULADO AL RIESGO DE CONFLICTO

La reputación de una empresa es la percepción que tienen los stakeholders sobre la ética y probidad de la misma. Es un valor que logran las empresas mediante su correcto accionar en el mercado a lo largo del tiempo. Por lo tanto, entendemos que el riesgo reputacional es la probabilidad de un daño ante el cambio de percepción de los *stakeholders* a una más negativa y de desconfianza. No debe olvidarse que la capacidad de captar clientes y por consiguiente ahorro e inversión se ve influenciada en gran medida por la confianza que se tenga en una institución.

Este activo o valor se fundamenta en algo más profundo, la ética. Justamente en presencia de conflictos de interés es donde se pone a prueba esta virtud, desde todos los niveles de la organización, ya sea desde la posición de un trabajador, de un directivo, gerente, accionista o empresa en su conjunto. Como comentamos anteriormente, la mala resolución de un conflicto de interés produce un acto de corrupción, concepto totalmente inverso a la ética empresarial y a la gobernanza corporativa.

Más allá de un tema de imagen o simple publicidad la reputación constituye un activo muy relacionado a la marca, nombre comercial, y otros activos intangibles, o incluso a todo el conglomerado financiero como tal. Por lo tanto, el daño reputacional de una empresa del grupo puede llegar a extenderse rápidamente a las demás. Este riesgo se encuentra muy relacionado al riesgo sistémico, puesto que dentro de un conglomerado este riesgo no debería ser superior a la suma de los riesgos individuales de las empresas que lo

componen¹⁰⁵, es decir que el daño reputacional de una sola empresa llegue a perjudicar a todo el conglomerado, que a su vez debido a su participación en la economía del país, afecta a todo el mercado en su conjunto.

2.3.-FALTA DE TRANSPARENCIA DE LA ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL DE LOS CONGLOMERADOS

Esta situación es también generadora de riesgo, debido a que los grupos frecuentemente tienen estructuras altamente complejas que pueden dificultar que los supervisores y los participantes en el mercado obtengan una visión precisa del riesgo. Hay quienes derivan esta situación de la incapacidad de las propias entidades para evaluar completamente el impacto potencial de cualquier transacción llevada a cabo por algún miembro del conglomerado.¹⁰⁶

Por este motivo es que la SMV obliga a las empresas con valores inscritos en el RPMV a mantener actualizados los datos sobre su participación accionaria, directivos y funcionarios, así como el organigrama del grupo económico estableciendo las relaciones de vinculación y control sobre las empresas del grupo de acuerdo a la normativa de la materia.

Finalmente, cabe anotar que los riesgos antes expuestos se identifican como de aplicación especial para un conglomerado financiero; existen otros inherentes a la operatividad de cada entidad individualmente considerada, como son el riesgo de crédito, de mercado, operacional, de lavado de activos, de liquidez, así como el requerimiento mínimo de capital. De otra parte, no se puede desconocer que los conglomerados financieros también están expuestos a los mismos riesgos que afectan a las entidades individuales que los componen, siendo necesario considerar y medir dichos riesgos de manera consolidada para todo el grupo, tal como lo recomiendan los organismos internacionales.

¹⁰⁵ Cfr. LARRAIN, Christian. Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta. Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Serie Financiamiento del Desarrollo. Julio, 1996, vol. 37. Obtenido de: http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/5239/S9600015_es.pdf?sequence=1

¹⁰⁶ Ver, CIRCULAR SB/482/04 (dic. 2004) artículo 5º, de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://servdmzw.asfi.gob.bo/circular/circulares/482.pdf>

3.- CLASIFICACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERES

De acuerdo al Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgo en su Art. 2º inc. “G”¹⁰⁷ el conflicto de interés se define como: Situación en la que una persona u órgano de gobierno de la empresa se enfrentan a distintas alternativas de conducta con intereses incompatibles entre sí debido, entre otras causas, a la falta de alineamiento entre sus intereses y los de la empresa. Sin embargo, esta definición general no nos da luces respecto a las formas en que dichos conflictos se manifiestan. En adelante detallaremos, los tipos de conflictos de interés que pueden manifestarse en el mercado de valores, aclarando que de ninguna manera esta clasificación pretende ser un *numerus clausus* de todas las manifestaciones posibles de conflicto, puesto que estaríamos excediendo el objeto de la presente investigación. La descripción de estos conflictos se justifica como una labor demostrativa, para reforzar las propuestas que expondremos en capítulos posteriores y que corroboran que es necesario que la legislación peruana ahonde al respecto, al no constituir exclusivamente situaciones hipotéticas.

3.1.- VENTA ATADA

Este conflicto de interés, también conocido como “*tying and bundling*”, surge cuando el oferente de un bien o servicio condiciona la compra del producto vinculante (*tying*) a la obligatoria adquisición conjunta de otro, que por sí solo representa un producto que suele ofertarse de manera individual. La denominación de *tying and bundling* surge en una Corte de Estados Unidos en el año 1947 en el caso Salt & Co. Vs Estados Unidos, en el que justamente se analiza un acuerdo contractual que contenía una disposición de este tipo.¹⁰⁸

Algunas de las formas de *tying* más conocidas son, por un lado, la vinculación contractual, y la vinculación física o tecnológica¹⁰⁹. La primera de ellas

¹⁰⁷ REGLAMENTO DE GOBIERNO CORPORATIVO Y GESTIÓN INTEGRAL DE RIESGO. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1708/v2.0/Adjuntos/272-2017.R.pdf

¹⁰⁸ Cfr. CARDENAS GARZON, Viviana Carolina. Análisis de las condiciones bajo las cuales se produce un abuso de posición de dominio por ventas atadas y sus posibles justificaciones. Revista de Derecho, No. 26, ISSN 1390-2466. Quito. 2016. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/5807/1/08-TC-Cardenas.pdf>

¹⁰⁹ Cfr. SIGNES DE MESA, Juan. Derecho de competencia. Editorial Aranzadi. Pamplona. 2013. p. 283.

manifiesta una vinculación notoria mediante una cláusula contractual que establece la obligación del adquiriente de comprar el producto vinculado de forma necesaria para obtener el producto principal; mientras que en la segunda la propia configuración del producto o servicio está relacionada de tal manera que lo ofertado, se hace prácticamente imposible de adquirir sin adquirir el producto vinculado, pues solo juntos pueden funcionar adecuadamente.

Por otro lado, tenemos al bundling o empaquetamiento, que se manifiesta de dos formas, un bundling simple y uno mixto. En el caso del primero, los productos se venden de forma conjunta en un solo paquete, de manera que no existe la posibilidad de adquirir el producto deseado sin adquirir el secundario; mientras que, en el segundo supuesto, la adquisición de los productos en paquete representa una opción más económica que el adquirirlos por separado, de manera que, aun existiendo la posibilidad de adquirir los productos por separado, existe un incentivo negativo reflejado en el precio.

Existen casos con ciertas similitudes, pero que no representan realmente casos de venta atada. Por ejemplo, encontramos las promociones, ofertas, combos, y otras formas de marketing. La diferencia entre la venta atada y estos otros casos reside en que, en la primera, la venta responde a un criterio de diferencia entre la naturaleza de los productos o servicios ofertados, en cambio, en las segundas, responde a un criterio de calidades, funcionalidad o especificidades que el vendedor impone. Para aclarar aún más este punto, podemos plantear como ejemplo el caso en que una empresa vende a sus clientes computadoras de última generación, pero la para que la venta se concrete el cliente debe firmar además un contrato de mantenimiento. Puede notarse que en este caso la naturaleza del primero es la compraventa de un bien, en cambio el segundo se refiere a algo distinto, un contrato de suministro probablemente.

Los ordenamientos jurídicos latinoamericanos, en su mayoría coinciden en otorgarle la calidad de un acto ilícito desde la óptica de la defensa de la competencia y del consumidor. Este conflicto de intereses es considerado además ilícito por su efecto nocivo en el comercio, al obligar a los consumidores a adquirir productos o servicios que no desean. Incluso, desde la óptica de las prácticas anticompetitivas, las ventas atadas pueden servir como

un método eficiente para asegurarle al oferente que tiene un buen posicionamiento en determinado sector (que le confiere poder de mercado), obtener ventajas en otro mercado en el que existe mayor competencia.

De esta manera se considera que una venta atada es anticompetitiva cuando¹¹⁰: Ambos, el producto vinculante y vinculado, son completamente distintos, y en la medida de lo posible no complementarios; además el oferente tiene una posición dominante en el mercado del producto que ata; no debe ser posible la compra del producto vinculado independientemente del vinculante; y, finalmente, que esta venta debe representar un perjuicio real o potencial para la libre competencia.

Del mismo modo INDECOPI se ha pronunciado al respecto, en el Expediente N.º 001-2003-CLC¹¹¹

134. En el análisis de competencia sobre ventas atadas existe consenso en reconocer ciertos requisitos para la ilegalidad de una atadura. De acuerdo a Hovenkamp estos requisitos serían los siguientes:

- a) Debe tratarse de productos o servicios separados: el principal (tying) y el atado (tied).*
- b) Debe haber evidencia de coerción actual por parte del vendedor que en efecto fuerce al comprador a aceptar el producto o servicio atado.*
- c) El vendedor debe poseer poder económico suficiente en el mercado del producto o servicio principal para obligar al comprador a aceptar el producto o servicio atado.*
- d) Debe involucrarse una “no insustancial” parte del comercio interestatal en el mercado del producto o servicio atado.*
- e) Debe haber efectos anticompetitivos en el mercado del producto o servicio atado.*

Resulta evidente que ante la multiplicidad de funciones que desempeñan los conglomerados financieros, la presencia de ventas atadas no constituye una situación poco probable. Por un lado, las empresas pertenecientes al sector banca y seguros, ofrecen comúnmente seguros adicionales para la emisión de tarjetas de crédito y débito, préstamos o financiamientos, los cuales son incluidos en los contratos, muchas veces sin previa consulta al cliente. Del mismo modo ocurre en el mercado de valores, donde se llevan a cabo

¹¹⁰ Cfr. JENNINGS, John. COMPARING THE US AND EU MICROSOFT ANTITRUST PROSECUTIONS: HOW LEVEL IS THE PLAYING FIELD?, p.71-85. <http://www.eler.org/include/getdoc.php?id=70&article=16&mode=pdf>

¹¹¹Expediente N.º 001-2003-CLC. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.indecopi.gob.pe/documents/20182/143803/Res054-2003.pdf>

transacciones en las que confluyen privados, agentes de intermediación, empresas de seguros, bancos, etc. Para ser más específicos, existen situaciones en las que claramente surgen potenciales conflictos de intereses: En el caso en que los bancos realicen préstamos comerciales, y a su vez tengan la función, directamente o a través de sociedades vinculadas, de realizar colocación de valores, puesto que se puede atar el crédito con la contratación de dichos servicios de colocación o viceversa; del mismo modo existe el riesgo potencial en los casos en que las administradoras de fondos o bancos de inversión condicionen la contratación de un crédito personal con la adquisición de cuotas de participación en los fondos cuyas cuotas distribuyen; otro caso de riesgo potencial es la de atar la contratación del servicio de gestión de ahorros de pensiones con la de ofrecer créditos personales, aquí pueden intervenir AFPs, bancos, corredores de seguros o sociedades administradoras de fondos.

3.2.- INEFICIENTE ROL FIDUCIARIO

En primer lugar, podemos definir a los negocios fiduciarios como negocios jurídicos mediante los cuales se transfieren bienes a una determinada persona con la consigna de que esta disponga de los mismos administrándolos o enajenándolos, para de esta manera cumplir con la finalidad que el fideicomitente le solicitó en beneficio propio o de un tercero¹¹². Un ejemplo de esta clase de negocios serían los fideicomisos, fondos de inversión, fondos mutuos, etc., pues mediante estos se busca justamente invertir sumas dinerarias respecto de las órdenes que su comitente solicite.¹¹³ Por esta razón, afirmamos que para estos casos las funciones que generan conflictos son las de administración de un patrimonio fideicometido y la de realizar préstamos comerciales, u otros negocios que impliquen que la sociedad ejerza una mala

¹¹² Cfr. MENDOZA, Elker. FIDEICOMISO MERCANTIL. CONCEPTO Y BREVES ANTECEDENTES HISTÓRICOS. Revista Jurídica de la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil. 2011. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

https://www.revistajuridicaonline.com/wp-content/uploads/2011/12/30_235_a_270_fideicomiso.pdf

¹¹³ AGUIRRE SORIANO, David Andrés. Aspectos jurídicos sobre el rol de la fiducia en el mercado de capitales. Editorial Panorama, 2013, p. 143 – 170. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

<https://journal.poligran.edu.co/index.php/panorama/article/viewFile/373/351>

defensa de intereses de los partícipes, y por el contrario velen por intereses propios o de terceros.

Dicho de otro modo, el conflicto de intereses ocurre cuando una institución financiera (encargada de negocios fiduciarios) no ejerce óptimamente la defensa de sus derechos societarios, ni la de los partícipes, en favor de los intereses de sus clientes, para mantener negocios con alguna otra sociedad a la que presta sus servicios. Estos servicios, como mencionamos anteriormente son créditos comerciales, pero también ocurre en la contratación de planes de ahorro previsional colectivos, colocación de valores u otros, entre los que destacan los principales servicios de la banca de inversión. Esta entidad financiera no sanciona a la administración de la sociedad a la cual presta servicios, no cumpliendo con el deber de lealtad a sus inversionistas. Puede ser que la administración de una empresa fuerce a un determinado conglomerado financiero a votar de acuerdo a sus preferencias, bajo amenaza de perder sus negocios con ésta.¹¹⁴

3.3.- RECOMENDACIONES SESGADAS, RECOMENDACIONES INAPROPIADAS O SUITABILITY, E INVERSIONES SESGADAS

Respecto a este conflicto de interés, y de acuerdo a lo que veníamos describiendo en el capítulo anterior, podemos decir que es una forma de explotar la asimetría informativa, al combinar la función de asesoría para la inversión y la de colocación de valores por cuenta propia. Como es bien sabido cuando buscamos evaluar las alternativas de inversión, requerimos de toda la información disponible. Sin embargo, la misma es variada y dispersa, por lo que un inversionista no especializado puede no ser eficiente buscar la información por sí solo. Por esta razón, puede no contar con la información relevante o errar en su interpretación.

Por esta razón si una institución financiera tiene cierto interés en determinados valores, y a la vez cumple la función de proveer las recomendaciones más

¹¹⁴ Cfr. Cfr. LAZEN, Vicente y EGUILUZ Cristián. CONFLICTOS DE INTERES EN SERVICIOS FINANCIEROS: TAXONOMIA Y MECANISMOS DE CONTROL REGULATORIO. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, Documento de trabajo N°6, diciembre de 2006, p. 4. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/3891/>

adecuadas para sus clientes, puede explotar esta asimetría informativa, para beneficiarse directamente o a terceros, o influir en el precio del mismo para favorecer a sus negocios. Del mismo modo sucede en el caso en que la institución o el grupo económico administren fondos de inversión, y a su vez realicen recomendaciones sobre los mismos fondos que administran. Puede incluso ocurrir que estas recomendaciones no afecten el valor del activo, sin embargo, podría ser una forma de favorecer al éxito de alguna actividad en la que el grupo está incursionando, mejorando su competitividad de forma desleal (como en el caso de las ventas atadas).

Este tipo de conflictos suelen aparecer debido a un escaso marco normativo sobre la función de asesoría de inversión, puesto que no se suele tener claro en qué casos se está frente a una, o quién es la persona autorizada para hacerlo, mucho menos cuál es su responsabilidad. Además, otra de las razones comunes por las cuales se incurre en recomendaciones sesgadas suelen ser los incentivos que pagan las instituciones financieras a sus trabajadores por colocación de valores, productividad, y volumen de ordenes realizadas. Esto en algunos casos, fuerza al asesor a dejar de lado el aspecto ético de su función para obtener un incremento de sus ganancias, a costa del inversionista que está siendo mal informado.

Otra manifestación de este conflicto de intereses son las recomendaciones inapropiadas o *suitability*. En este caso, confluyen de la misma manera las funciones de asesoría de inversión y la de colocación de valores o administración de fondos, pero a diferencia aquí las recomendaciones no son necesariamente malas, sino que, siendo positivas desde un punto de vista de eficiencia, resultan inapropiadas para el tipo de inversionista que se asesora. Por ejemplo, recomendarle a una persona cercana a su jubilación que invierta en activos de alta volatilidad, o no tener en cuenta el perfil del inversionista, su nivel de aversión al riesgo. En este caso los encargados de brindar la asesoría no toman en cuenta las necesidades de sus clientes, sino simplemente buscan aumentar sus ganancias o las de la empresa.

Y, por último, ni hablar de las inversiones realizadas por entidades que administran cartera de manera discrecional. En estos casos resulta muchísimo

más evidente que la empresa puede priorizar sus intereses o los del grupo, frente a las de sus clientes.

3.4.- USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA y FRONT RUNNING

Para referirnos al uso de información privilegiada o *insider trading*, debemos partir por describir qué información puede ser calificada como privilegiada. Se considera información privilegiada a toda aquella que por su concreción y contenido posee un valor económico aprovechable al no ser conocida por ningún otro competidor en el mercado¹¹⁵. Esta información, que ha sido recibida de una fuente fiable y con un contenido que puede afectar la cotización de los valores, es utilizada de diversas maneras para obtener un beneficio ilícito, o para evitar alguna pérdida, afectando los principios de cualquier mercado de valores, como son la transparencia, publicidad y calidad de la información¹¹⁶.

Cuando hablamos de una fuente fiable y concreción, nos referimos a que la información que será calificada como privilegiada no puede ser un simple rumor, o impresiones, datos vagos o imprecisos, sino que deberá ser información completa, específica, con datos verificables y de relevancia. Esta información no pública, es secreta, o por lo menos es ignorada por la mayoría de inversionistas. La misma le permite a su portador ejecutar operaciones con ventaja de información, respecto de los demás participantes del mercado.

La información puede estar referida a los emisores, como por ejemplo alguna decisión que aún no será comunicada al público (fusión, escisión, cambio de directorio o gerentes), o sobre su situación patrimonial (riesgo de insolvencia, problemas financieros, pérdida inminente), o incluso sus perspectivas de desarrollo como proyectos futuros o negociaciones.

¹¹⁵ Cfr. ARROYO RODRÍGUEZ, Antonio & VAQUERO LAFUENTE, Esther. La ética en el uso de la información privilegiada. Universidad Pontificia Comillas, Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, Nº 64, Madrid, 2005. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

<https://revistas.upcomillas.es/index.php/revistaicade/article/viewFile/6490/6300>

¹¹⁶ Cfr. BASCUÑÁN, Antonio. Posesión, uso y explotación de la información privilegiada como elementos del insider trading en el derecho comparado del mercado de valores. Revista Electrónica Política Criminal, Universidad de Talca, Vol. 12, Nº 23. Chile, 2017, p. 453-532. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

http://www.politicacriminal.cl/Vol_12/n_23/Vol12N23A13.pdf

Los “*insiders*” pueden ser muchas personas dentro de la empresa, miembros de la administración, jefes de ventas, analistas financieros, mensajeros, etc. Pueden incluso llegar a ser considerados como “*insiders*” aquellas personas con las que la empresa requiere compartir información, pese a no ser empleados suyos. Por ejemplo, banqueros, abogados, los operadores de Bolsa, etc.¹¹⁷.

Esta es una de las conductas más dañinas dentro de los mercados de valores. Esto debido a la evidente desigualdad de información entre inversionistas, y debido a que atenta directamente contra la transparencia del mercado, que a su vez genera desconfianza, pudiendo afectar de esta manera no solo a quienes intervienen en esta conducta, sino que genera perjuicio reputacional a las instituciones. No cabe duda de que por esta razón esta práctica se encuentra proscrita y de los ordenamientos de todo el mundo, y es castigada con severidad.

Las teorías con base en las cuales se sanciona el uso de información privilegiada en los Estados Unidos pueden resumirse así: ¹¹⁸

- Teoría Clásica: Cuando un *insider* de una compañía negocia los valores de su compañía, con base en la información material no pública que tiene sobre ésta. Ello es considerado una forma de fraude por la relación de confianza depositada entre los accionistas de la compañía y sus insiders que han obtenido información confidencial en virtud de sus trabajos. Dicha relación exige respetar el deber de revelar o abstenerse de negociar, por la necesidad de prevenir que un insider de la compañía se aproveche de los accionistas desinformados.

¹¹⁷ Cfr. MONROY ANTÓN, Antonio & CASTILLO GIRÓN, Víctor Manuel. EL DELITO DE ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y LA DIFICULTAD DE LA PRUEBA. Revista Internacional del Mundo Económico y del Derecho Volumen XII. 2016. Págs. 1-9. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.revistainternacionaldelmundoeconomicoydelderecho.net/wp-content/uploads/RIMED-Castillo-y-Monroy-informaci%C3%B3n-privilegiada.pdf>

¹¹⁸ TORRADO, Jorge. El Uso Indebido De Información Privilegiada En El Mercado De Valores Colombiano A La Luz De La Experiencia Estadounidense. Universidad de Los Andes Revista de Derecho Privado, núm. 39. Bogotá, 2008, p.3-28. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.redalyc.org/pdf/3600/360033187004.pdf>

- Teoría de la apropiación inadecuada: La persona comete fraude en conexión con una transacción de valores cuando se apropia inadecuadamente de información confidencial para negociar valores, quebrantando el compromiso debido a su fuente de información. La teoría de la inadecuada apropiación hace responsable a quienes como traders o mandatarios (generalmente outsiders o externos) decepcionan a quienes le han confiado el acceso a información confidencial.
- Teoría del deber fiduciario: El deber fiduciario consiste en la obligación de ciertas personas de abstenerse de utilizar o de divulgar cierta información cuando las mismas tienen, por su posición en la compañía o su relación con ésta, un deber afirmativo de hacerlo, teniendo en cuenta que dicha información afectaría el juicio de los inversionistas. Así pues, el citado deber fiduciario surge de la información material no pública que obtienen los accionistas controladores, oficiales, directores y demás agentes de la compañía y ésta no puede ser utilizada por ellos para su beneficio personal o el de terceras personas. De modo que, el fraude se da cuando quien suministra o usa la información no pública está sujeto al denominado deber fiduciario, es decir que, no puede alegarse fraude contra quien no tiene un deber de divulgar la información. Desde esta teoría, no existe deber de revelar cuando quien negocia acciones no cumple las calidades para detentar tal deber fiduciario. En consecuencia, el deber de divulgación o de abstención de uso de información privilegiada no existe por la mera posesión de información no pública, sino que se requiere una relación específica que cree ese deber, por lo cual, no hay lugar a fraude con su uso ante la ausencia del deber de revelarla.

El *Front Running* o inversión ventajista, es un conflicto de intereses que surge cuando un intermediario utiliza la información de las órdenes en provecho propio o de terceros, aprovechando el efecto que dicha orden tendrá en el activo, para tomar una posición ventajosa. Para abordar este problema primero debemos tener en cuenta que cualquier transacción de compra o venta de valores afecta necesariamente el valor o precio en el mercado del activo que se negocia. Teniendo esto en cuenta, un profesional de los servicios de inversión

puede tener conocimiento antes que nadie sobre las órdenes de compra o venta y detectar una lo suficientemente grande como para afectar el precio de un activo. Teniendo en cuenta esto, puede adquirir o vender (tomar una posición en el mercado) con anticipación a cualquier otro inversionista, para beneficiarse directamente o a terceros, incluso en perjuicio de su comitente.

Hemos considerado agrupar a estos dos conflictos de intereses, puesto que en el *front running* existe una forma más específica del uso de información privilegiada, faltando a los deberes que el mercado y la ley imponen a los participantes. A su vez este conflicto de interés es mencionado en la directiva 001-2002¹¹⁹ sobre Integridad, Transparencia y Seguridad en el Mercado de Valores y mecanismo fraudulento y engañoso, clasificándolo como una práctica fraudulenta.

3.5.- ASIGNACION SESGADA DE TRANSACCIONES

La mayoría de entidades financieras pueden realizar inversión por cuenta propia, como inversionistas institucionales. Cuando estos a su vez realizan inversiones en los mismos activos que sus clientes, puede aparecer un conflicto de intereses. Esto aparece solo si existe una administración discrecional de cartera, es decir un control o capacidad de decisión cedida por el comitente a la entidad. Nos referimos a que por ejemplo la institución financiera, respecto de los fondos de sus clientes, invierte al alza, pero al mismo tiempo como inversionista institucional la entidad podría estar invirtiendo a la baja respecto de los mismos activos. Al hacer esto, puede favorecerse con las operaciones que realice en perjuicio de sus clientes.

Este conflicto de intereses puede ocurrir entre sujetos que realizan funciones de intermediación de valores, transacciones por cuenta propia, o de administración discrecional de cartera, frente a las administraciones de fondos u otras entidades intermediarias de valores, pues es justamente en estos roles en los que puede aprovechar la posibilidad de realizar inversiones a título de inversionista institucional.

¹¹⁹ Directiva 001-2002. Integridad, Transparencia y Seguridad en el Mercado de Valores. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DIR0000200200001&CTEXTO=

3.6.- MARKET TIMING Y LATE TRADING EN PRIVILEGIO DE CLIENTES

Para referirnos al tema del *market timing* y late trading debemos partir por explicar la dinámica de los precios de los valores al cierre del mercado. Existe un precio liquidativo en ciertos valores mobiliarios, como por ejemplo las cuotas de participación de fondos mutuos o de inversión. En las administradoras de fondos este valor liquidativo es calculado al cierre del mercado, el cual comúnmente es a las 4 PM, o como en el caso peruano a las 3:15 PM. Luego de esto, se realiza una valorización de todos los títulos del fondo, se divide entre el número de partícipes y se obtiene el precio al cierre de la cuota de participación. Este será el precio que rija para todas las operaciones que en adelante se lleven a cabo con las cuotas de participación.

Es justamente por esta razón que el valor liquidativo no muestra en muchos casos el verdadero valor, que puede ser mayor o menor, dependiendo de que durante las horas en el que el mercado cierra puedan ocurrir eventos o noticias inesperadas que podrían alterar el precio a la apertura, al siguiente día. En pocas palabras el precio al cierre no es el valor real del activo, por lo que se encuentra obsoleto o vencido. Esto es aún más notorio en valores que se cotizan entre bolsas de otros continentes.

En realidad, cualquiera podría beneficiarse de que esos valores tengan un precio distinto al momento del cierre en comparación con el precio que tendrá al siguiente día. Puede suceder que un valor incremente su cotización o que disminuya dependiendo de los hechos que se susciten en las horas posteriores, estas oscilaciones en el precio ocurren con frecuencia. Sin embargo, aquí es donde hace su aparición el conflicto de interés.

El denominado *market timing*, significa comprar y vender rápidamente, aprovechando el desfase del precio. Esto se encuentra permitido, sin embargo, el conflicto de interés ocurre cuando las administradoras de los fondos solo le permiten realizar estas compraventas rápidas a cierto grupo privilegiado de clientes. En consecuencia, existe un costo elevado por realizar estas operaciones, el cual es asumido (sin saberlo) por los demás partícipes del fondo.

Por otra parte, el late trading en una modalidad ilegal que consiste en permitirle a un inversionista el adquirir cuotas de participación de un fondo luego del horario de cierre del mercado, y peor aún al precio real del mismo día, cuando lo correcto sería vender con el precio liquidativo o de cierre. La consecuencia es que dicho inversor puede adquirir las cuotas conociendo las noticias que afectarán el precio al día siguiente. Esto es algo similar a apostar a una carrera cuando ésta ya terminó.

Sin embargo, al igual que en el caso del *market timing*, el inversionista compra con un claro descuento, pues el fondo deberá adquirir los valores al precio actual. Este diferencial de precios será pagado por todos los demás partícipes del fondo, perjudicándolos sin que ellos lo sepan.

3.7.- USO DE VALORES EN CUSTODIA

Una de las funciones que desempeñan algunas instituciones financieras e intermediarias de valores es la de custodia de valores. Esta es una operación neutra, en la que el intermediario recibe a título de depósito ciertos valores de su cliente para resguardarlos, cuidarlos y mantenerlos. En este caso, existe un riesgo de conflicto de intereses, pues la entidad financiera puede utilizar, por cuenta propia, dichos valores en custodia en provecho propio o de un tercero.

En nuestro país han ocurrido casos respecto a este conflicto de interés, en los que activos puestos bajo custodia de entidades financieras son destinados para fines distintos a los encomendados, e incluso utilizados en operaciones sin autorización de los comitentes.

El caso más grave ha sido sin duda el de Grupo Privado de Inversiones – Valores S.A. ex Sociedad Agente de Bolsa (en adelante GPI)¹²⁰. Esta empresa financiera vino operando como SAB desde el año 2002, de acuerdo a su ficha de inscripción Registros Públicos, sin embargo, a partir del año 2014 empezaron a aparecer denuncias ante la SMV. Las primeras de ellas a pesar de ser por infracciones denominadas como muy graves por el reglamento de

¹²⁰ Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 023-2017-SMV/10. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.bvl.com.pe/legal/sanciones/RSASP%20N%C2%B0%20023-2017.docx>

sanciones¹²¹, obtuvieron como consecuencia multas que no sobrepasaban las 4 UITs. Sin embargo, a partir del año 2016 se genera un escándalo puesto que empezaron a llegar más denuncias de al menos 70 afectados.

En casi todas las denuncias los cargos eran los mismos, por no entregar estados de cuenta, por no contar con registros de cuentas globales, por no recabar ordenes, por no entregar pólizas, pero la más grave de todas por destinar los fondos recibidos como consecuencia de sus actividades de intermediación a operaciones o fines distintos de aquellos para los que le fueron confiados, este último descrito por el reglamento de sanciones en el Anexo X inciso 1.1.

Dicha empresa utilizaba los fondos en custodia de sus clientes para realizar inversiones en el extranjero mediante cuentas globales sin solicitar previamente su consentimiento ni informarle los riesgos que asumirían. En otras palabras, asumían que existía una administración discrecional de cartera, por lo que realizaban cualquier tipo de operación sin autorización. Cuando los clientes solicitaron sus estados de cuenta incluso la devolución de sus fondos la respuesta fue nula.

Tan escandaloso fue el caso que la propia SMV tuvo que publicar 02 comunicados en su página oficial, uno el 23/12/16 y el otro el 01/09/17. En la primera, informan que debido a los sucesos ocurridos las SMV había intervenido a la empresa bajo la modalidad de supervisión en gestión, y del mismo modo suspendió su funcionamiento por tener un déficit de liquidez, solvencia y patrimonio neto. En el segundo comunicado se informan las medidas adoptadas, se revocó la licencia de funcionamiento a GPI, la inhabilitación de sus representantes y su posterior denuncia ante el Ministerio Público.

Otro es el caso de Investa SAB, en el cual la SAB utilizó los fondos en custodia de ciertos clientes para afrontar los márgenes de garantía de operaciones de reporte de otro grupo de clientes, puesto que se desvalorizaron los valores en

¹²¹Resolución CONASEV N° 0055-2001. REGLAMENTO DE SANCIONES. Ubicado el [30. V. 2018].
Obtenido en:
http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0055200100000&CTEXTO=

garantía y estos otros clientes no las incrementaron a tiempo. Tal y como se explica en el fundamento 66 de la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 006-2019-SMV/10¹²². En este caso, la SAB opta por tomar casi 9 millones de soles de sus clientes para cubrir esas garantías a favor de los clientes que realizaban operaciones de reporte, utilizando los activos custodiados en beneficio propio y de terceros. Este es un caso más reciente, y se descubre mediante una serie de visitas inspectivas realizadas en el año 2015 y 2016. Se determinó una sanción de 370 UITs, puesto que para cubrir las operaciones se presentó información falsa en sus estados financieros y se realizaron operaciones no autorizadas.

3.8.- TRANSACCIONES FUERA DE PRECIOS DE MERCADO

Cuando en una misma institución financiera o grupo económico administra al mismo tiempo más de una cartera puede incurrir en un supuesto de conflicto de interés. El conflicto se suscita si dicha empresa efectúa operaciones entre carteras a precios distintos a los que el mercado determina en ese momento, pudiendo beneficiarse directamente o a terceros, en perjuicio de ciertos clientes. Justamente la función conflictiva es aquí la administración discrecional de cartera y la de realizar transacciones por cuenta propia.

Las situaciones descritas en el presente capítulo servirán de insumos para realizar un análisis de la legislación peruana y la regulación y medidas que ha adoptado para la correcta transparencia del mercado de valores y la disminución de los riesgos, en favor de los inversionistas.

¹²² Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 006-2019-SMV/10. Ubicado el [30. V. 2018].
Obtenido en:
https://www.bvl.com.pe/jsp/lista_sanciones_sabs.jsp?option=1&codisab=ALL

CAPÍTULO III: LA REGULACION DE LOS CONFLICTOS DE INTERES PARA EL DESARROLLO TRANSPARENTE DEL MERCADO DE VALORES PERUANO

1.- MECANISMOS REGULATORIOS

Habiéndose detallado en el capítulo anterior los principales supuestos de conflictos de interés a los que el mercado de valores se enfrenta, ahora procederemos a describir cuales son los mecanismos que internacionalmente se utilizan para impedir que sucedan.

1.1.- SEPARACIÓN LEGAL DE ACTIVIDADES

En primer lugar, sería lógico afirmar que una forma de controlar de manera definitiva dichos conflictos de intereses sería la de eliminarlos por completo, es decir, prohibir mediante leyes la realización conjunta de aquellas funciones generadoras de conflicto. Esta es una solución práctica que aparentemente solucionaría el problema de raíz. Lo único que se tendría que hacer es separar funciones por ejemplo que un fondo mutuo no pueda brindar asesoría financiera y a su vez colocar valores por cuenta propia; o impedir que ejerza la función de custodia de valores conjuntamente con la de colocación por cuenta propia, entre otras. Pero incluso esto conllevaría a un reto incluso más grande, el de aplicar esta exclusividad de funciones o giro a las empresas de un mismo conglomerado financiero, limitando además ciertas operaciones entre vinculados.

Este tipo de disposiciones evitarían que se presenten los conflictos de intereses, pues limitan directamente a la multiplicidad de roles, una de las causas de un conflicto de interés. Un ejemplo de este tipo de leyes sería la ley

Glass-Steagal¹²³. Esta ley fue promulgada en 1933, cuando Estados Unidos afrontaba “La Gran Depresión” como consecuencia del crack del 29. Esta crisis económica marcó un hito en la historia estadounidense, pues es considerada la caída de la bolsa más grande de su historia. Una de las causas fue que los bancos colocaron gran parte del dinero captado en financiamiento de inversiones por lo que durante la crisis no tuvieron dinero suficiente para devolvérselo a sus ahorristas. Dicha ley procuró recobrar la confianza de los ahorristas en los bancos, por esta razón se estableció que la banca de inversión y la banca tradicional de ahorro se mantengan como actividades completamente diferentes e independientes. Con el pasar de los años este país se orientó hacia una corriente desregulativa, por lo que la ley fue finalmente derogada, luego de más de 60 años de vigencia.

Como es evidente esta medida fue tomada en un escenario de crisis y como consecuencia a un accionar indebido de los bancos, por lo que fue una medida drástica y punitiva. De este modo se pretendió sancionar a dichas instituciones financieras, negándoles la confianza y restringiendo el ejercicio regular de sus negocios como un castigo.

1.2.- IMPEDIMENTOS EN LA ESTRUCTURA OPERACIONAL

Otra de las herramientas útiles para el control de conflictos de intereses son los impedimentos operacionales. Con esto nos referimos a una mejora o cambio en la forma en que funcionan los sistemas de información, control o monitoreo de las instituciones financieras. Si bien no se le está prohibiendo a la entidad que realice las actividades que podrían generar conflicto, se pueden crear impedimentos que hagan que la solución inadecuada de un conflicto resulte evidente, dejando al descubierto al infractor. La tecnología sirve como una herramienta clave para el perfeccionamiento de los mercados bursátiles alrededor del mundo, pues contribuye a disminuir notoriamente la necesidad de

¹²³ DE BERGIA, Francisco. LA LEY GLASS-STEAGALL: ORIGEN, APLICACIÓN Y DEROGACIÓN. Madrid, 2014. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/209/1/TFG000075.pdf>

supervisión y fiscalización estatal, disminuyendo los costos y promoviendo una mayor confianza en el mercado.¹²⁴

Por ejemplo, una SIV que realiza la función de custodia de valores puede encontrarse en la situación de utilizar dichos valores para operaciones por cuenta propia o para fines distintos de los que se le confiaron. En este caso, si el sistema operacional de la SIV individualizara las cuentas de cada cliente y las propias, y sus sistemas de control, el oficial de cumplimiento, el funcionario de control interno o quien haga sus veces, detectarían este tipo de operaciones. El hacer evidente los actos ilícitos serviría como un incentivo negativo con efectos disuasivos, y del mismo modo mediante la tecnología las empresas gestionan la seguridad de la información y la ciberseguridad en este mercado financiero.¹²⁵

Hay que tener en cuenta que este mecanismo por sí solo no asegura que el agente no cometa infracciones, pues deposita toda su confianza en el control interno de la entidad, que de no cumplir correctamente su función dejaría pasar muchas irregularidades. Las empresas peruanas que incurrieron en casos de conflictos de interés que comentamos en el capítulo precedente, al ser agentes de intermediación contaban con un sistema de control interno acorde a las exigencias normativas, sin embargo, las irregularidades nunca fueron informadas.

1.3.- REVELACIÓN DE POTENCIALES CONFLICTOS

Además de las alternativas antes descritas, la revelación de los potenciales conflictos resulta en una forma de reforzar la transparencia del mercado. Esto debido a que en muchos casos la información acerca de las falencias de estas entidades no es clara ni pública, por lo que los inversores no siempre pueden

¹²⁴ Cfr. SHAGUN, Luis. ¿Cuál es la relevancia de la tecnología en el mercado de valores? Forbes México, 2017. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en:

<https://www.forbes.com.mx/cual-es-la-relevancia-de-la-tecnologia-en-el-mercado-de-valores/#:~:text=En%20el%20mercado%20burs%C3%A1til%20la,transacciones%20por%20segundo%20cada%20d%C3%ADa.&text=A%20nivel%20global%2C%20la%20tecnolog%C3%ADa,papel%20cada%20vez%20m%C3%A1s%20relevante>.

¹²⁵ Cfr. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ciberseguridad en las infraestructuras de los mercados. CNMV Barcelona, 2017, p. 11-12. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Ciberseguridad/Ciberseguridad_Infraestructuras_Mercados.pdf

acceder a ella, siendo de vital importancia para la elección de un agente de intermediación. Esta forma de combatir los conflictos de intereses, también llamada *disclosure*, consiste en que las entidades revelen de forma voluntaria todos aquellos conflictos de interés potenciales o posibles, que resultarían del ejercicio de las facultades que desarrollaría. Con la información que se divulga al mercado, los inversionistas pueden tomar mejores decisiones y tener en cuenta al momento de elegir a la institución que presenta mejores mecanismos de control, siendo esta obligación la base del modelo universal de regulación del mercado de valores.¹²⁶

En estos casos el *disclosure* funciona como una especie de advertencia para los inversionistas. Sin embargo, solo podemos hablar de su validez si los clientes tienen posibilidades de protegerse eficientemente, es decir sin encarecer el servicio. Por lo tanto, en caso de que todo esto ocurra, la revelación de conflictos potenciales resulta una excelente solución en términos de eficiencia para el mercado y por los costos en supervisión que ahorra al Estado. Por este motivo nuestra LMV regula este régimen de revelación de información, dividiéndolo en el deber de informar emisiones y ofertas públicas, la información periódica (información financiera), y la información eventual (donde encontramos a los hechos de importancia).

Justamente en el portal web de la Bolsa de Valores de Lima y de la SMV se incluye un listado de los intermediarios de valores¹²⁷ y sus políticas de clientes¹²⁸. De manera que en ellos el inversionista tiene acceso a conocer los posibles conflictos declarados y la forma en que cada institución financiera ha optado para afrontarlos.

¹²⁶ Cfr. PAYET, José Antonio. FUSIONES, ADQUISICIONES Y LA INFORMACION EN EL MERCADO DE VALORES. THEMIS 54. 2007, p. 146. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8877/9281>

¹²⁷ https://www.bvl.com.pe/jsp/acerca_listadosabs.jsp?option=1&codisab=ALL

¹²⁸ https://www.bvl.com.pe/jsp/acerca_listadosabs.jsp?codisab=ALL&option=5

1.4.- HERRAMIENTAS REPUTACIONALES

Una forma de desincentivar la resolución inadecuada de conflictos de intereses es mediante disciplina de mercado, este es el tercer pilar de Basilea II¹²⁹, relacionado con el anterior tópico respecto a revelación de información al mercado. Mediante esta herramienta se busca disminuir problemas relacionados al riesgo moral, es decir el riesgo derivado de la subjetividad, que se cristaliza en conductas inapropiadas o malas resoluciones de conflictos¹³⁰. Con esto nos referimos a que en ocasiones esta resolución inadecuada queda al descubierto y puede ser vista por todos los que intervienen en el sistema financiero. Más aún, al ser puestos en evidencia el mercado mismo puede observar las consecuencias negativas que produjo una mala resolución del conflicto. Estas consecuencias harían pensar a cualquier inversionista razonable que la calidad del servicio que presta dicha institución financiera es deficiente, cambiando las percepciones acerca de la reputación de la misma o de incluso de su grupo empresarial.

Trasladando esta afirmación al plano económico podemos afirmar que una reputación golpeada por un escándalo representa un declive en la rentabilidad del negocio. A estas situaciones nos referíamos cuando en capítulos anteriores nos referíamos al peligro que representa para una institución y para el mercado el riesgo reputacional.

De acuerdo a Javier Sánchez-Junco; Luis Miguel Peña y Juan Cardona¹³¹ las variables que deben considerarse al hablar de reputación son:

- Expectativas emocionales. Tienen que ver con la imagen que proyecta la empresa o la persona, que condiciona, de forma importante, el juicio que se le va a hacer. Dependen de su visibilidad, diferenciación y éxito. Una

¹²⁹ Cfr. RODRIGUEZ, Sergio. La disciplina de mercado en Basilea II. Revista CON-TEXTO, Universidad Externado de Colombia, 2004, p. 89 – 98. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/contexto/article/view/1897/1690>

¹³⁰ Cfr. GUERRA, José. El Riesgo Moral en las Organizaciones. Revista empresarial, 2017. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://revistaempresarial.com/salud/salud-ocupacional/riesgo-moral-organizaciones/>

¹³¹ SANCHEZ-JUNCO, Javier; PEÑA, Luis Miguel y CARDONA, Juan. INTEGRIDAD Y REPUTACIÓN. España 2016, p. 209. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.desarrollando-ideas.com/wp-content/uploads/sites/5/2016/03/integridad-reputacion.pdf>

imagen atractiva genera una conexión emocional con la gente, a la que le gusta mostrarse relacionada con esa marca o persona.

- Expectativas pragmáticas. Están relacionadas con el grado de credibilidad o fiabilidad de una compañía o persona y dependen del cumplimiento de sus promesas o la calidad percibida de su actividad. Generan una conexión más racional. Indican que es una empresa fiable o profesional.
- Expectativas de diálogo y relacionamiento. Están vinculadas a la transparencia y la eficacia en la comunicación. Dependen de la capacidad de la empresa o persona de explicarse. Genera una conexión personal de cercanía.
- Expectativas de valores. Están vinculadas al comportamiento y la ética. Depende de las buenas prácticas de gestión empresarial o profesional: una empresa honesta, justa y que respeta las normas —una conducta ejemplar.
- Expectativas de contribución. Se basan en la capacidad de una empresa o persona de contribuir como parte de la solución a los problemas que resultan relevantes para la sociedad.

La disminución de dichas expectativas genera un necesario costo que podría ser tan alto como para desincentivar la realización de esta conducta. Mientras este costo sea más elevado que lo que se espera ganar a cambio, el mecanismo reputacional funcionará. Además, debe tomarse en cuenta que para que sea relevante, la reputación debe ser un valor esencial para la empresa, pues en caso de que esto no sea así no genera suficiente motivo como para no arriesgarse, como por ejemplo a una empresa bastante nueva o competitivamente inferior a otras del mismo mercado. Debe tenerse en cuenta el importante rol que ocupan los medios de comunicación, pues si la noticia de lo sucedido no es suficientemente difundida, la conducta podría pasar desapercibida. Esto se encuentra ligado a un término conocido en economía y contabilidad como *goodwill* o fondo de comercio, el cual es un activo intangible que incrementa el valor de una empresa y se encuentra desligado de los elementos materiales, derivándose más bien de aptitudes como el prestigio, reconocimiento o reputación y su imagen frente a stakeholders, que se

destacan de otras empresas del mercado o de sus competidores.¹³² Por el contrario, cuando una compañía ha tenido malas conductas o no alineadas a buenas prácticas empresariales su valor disminuye, a esto se le conoce como *badwill*.¹³³ Ambas representan un aspecto positivo o negativo sobre la valorización de las empresas, que influye directamente en sus negocios y en su relación con los stakeholders.

Por lo tanto, se puede disciplinar al mercado al reducirse sus ingresos al verse dañada su reputación, aumentando los costos o aumentando las exigencias del regulador por la infracción cometida, y mediante la mayor inestabilidad de sus ganancias por la disminución del valor de sus acciones. Por ejemplo, si los asesores que trabajan para entidades financieras en actividades de recomendaciones de inversión generalmente realizan recomendaciones demasiado optimistas o simplemente mantienen algún sesgo, su reputación y la de la institución financiera se verá disminuida, haciéndolos menos confiables a los ojos de los *stakeholders*. Aplicando lo anterior, bastaría hacer público un sistema que muestre el desempeño real de sus recomendaciones, y la inexactitud sería difundida a toda la comunidad.

Una forma de poner en conocimiento de la comunidad en general las malas actuaciones de las empresas listadas en bolsa, es mediante la web oficial de la Bolsa de Valores de Lima. Dicha institución ofrece en su portal web un listado de las sanciones a intermediarios de valores¹³⁴, anexando la resolución de la SMV en la cual se detalla con certeza las circunstancias en las que ocurrió el evento y la gravedad de la infracción.

¹³² Cfr. VALER, Elar. Tratamiento tributario del goodwill. Actualidad Empresarial N° 267, 2012. Ubicado el [30. V. 2020]. Obtenido en: <https://studylib.es/doc/5562580/i-tratamiento-tributario-del-goodwill>

¹³³ TARAZONA, Gustavo. Goodwill y Badwill en las combinaciones empresariales y el impuesto sobre la renta. Revista 52, 2012. Ubicado el [30. V. 2020]. Obtenido en: http://www.ipdt.org/uploads/docs/6_02_Rev52_GTO.pdf

¹³⁴ Registro de Sanciones SABs. Ubicado el [30. V. 2020]. Obtenido en: https://www.bvl.com.pe/jsp/lista_sanciones_sabs.jsp?option=1&codisab=ALL

1.5.- HERRAMIENTAS DE CONTROL INTERNO

- Murallas de información

Respecto al control interno en los conglomerados financieros la primera idea que se nos viene a la mente son las barreras de información o también llamadas murallas chinas. Estas son barreras que buscan eliminar o disminuir el riesgo de que la información que un área específica produce, sea conocida por otra que debido a las funciones que realiza pueda aprovecharse de la información filtrada para beneficio propio o de terceros.¹³⁵ No deben entenderse solo como barreras hipotéticas o virtuales, sino como verdaderas divisiones entre los objetivos de las áreas en conflicto, incluso al interior de un mismo grupo económico. Algunas de las manifestaciones de estas barreras son por ejemplo las políticas de restricciones telefónicas y de comunicación entre áreas que realicen funciones conflictivas entre sí, políticas de *clear desk*, restricciones en los sistemas de información o el rol del oficial de cumplimiento normativo (*compliance officer*) como encargado de autorizar excepcionalmente que cierta información pueda ser compartida.

Por ejemplo, en los fondos de inversión y fondos mutuos, las decisiones a las que arriba el comité de inversiones y sus actas, deben estar aisladas de las diferentes áreas de la sociedad, ya que las administradoras de fondos pueden realizar transacciones por cuenta propia, tal como se indica en el reglamento de fondos de inversión y sus sociedades administradoras en el Anexo A, apartado IV inciso a.¹³⁶

Mediante este mecanismo puede protegerse la información privilegiada de posibles fugas; además, puede ser aplicable a más de uno de los tipos de conflictos de intereses que hemos venido tratando al ser un método de relativa eficiencia cuando se trata de separar funciones conflictivas. Si bien es cierto, estas barreras sacrifican cierta parte de la eficiencia y libertad de organización

¹³⁵Cfr. ZUNZUNEGUI, Alejandro. ¿Qué son las Murallas Chinas? Revista de Derecho Financiero. 2006. Ubicado el [30. V. 2020]. Obtenido en: <https://rdmf.files.wordpress.com/2006/12/que-son-las-murallas-chinas.pdf>

¹³⁶Resolución de Superintendencia N° 00029-2014 REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400029%20&CTEXTO=

de las empresas que conforman un conglomerado financiero, pues interfieren en la sinergia que todo grupo empresarial desea obtener; sin embargo, el objetivo de reforzar la transparencia del mercado lo justifica.

- Normas Internas de Conducta

Otra forma de establecer medios de control interno a los conglomerados es mediante la disposición legal que los obligue a establecer normas de conducta. Los organismos reguladores de diversos países, al igual que IOSCO coinciden en que esta es una de las formas más prácticas de afrontar el problema de los conflictos de intereses.¹³⁷ Estas normas son una clara expresión de la corriente autorregulativa y aparecen en la mayoría de casos como exigencias de los códigos de gobierno corporativo. Los códigos de conducta son compendios de disposiciones internas que, regulan el flujo de información y la forma en que los agentes de intermediación resolverán los conflictos de interés al interior de los conglomerados financieros, así como la manera en la cual se deberá tratar y sancionar una mala resolución.

De cierta manera tratan de demostrar transparencia al regulador y a los stakeholders, demostrándoles que se ha situado en todos los supuestos negativos, previsibles o no, dentro del giro de su negocio. Debido a que estas no son verdaderas normas jurídicas podría criticárseles el no tener fuerza vinculante, pues en ocasiones caen en meros formalismos cuando las sanciones son poco claras o no se cumplen, incluso existen problemas para ubicarlas como auténticas normas dentro del sistema de fuentes del derecho¹³⁸.

- Política de incentivos a los representantes

Por otro lado, una forma más de establecer controles internos es el separar las ganancias o incentivos de los colaboradores de la empresa con el desempeño de alguna actividad que podría colocarlo en una situación de conflicto de

¹³⁷ IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

¹³⁸ Cfr. GARCÍA, María Paz. Responsabilidad social empresarial y autorregulación. Los códigos de conducta y las fuentes del derecho. Boletín del Ministerio de justicia, España, 2012, p. 11-12. ISSN: 1989-4767 Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3913887.pdf>

interés. Con esto nos referimos a que dentro de los conglomerados financieros existen trabajadores que ejercen cargos que implican objetividad y veracidad, como podrían ser por ejemplo Asesores, Operadores, Administradores de Cartera, Funcionarios de inversión, etc., todos ellos realizan funciones de colocación de valores y de recomendaciones a los inversionistas. Por este motivo resultaría lógico que las organizaciones financieras presionen a dichos trabajadores con incentivos que los fuercen a realizar más transacciones, colocar más valores o captar a mayor número de clientes. Esto podría poner al empleado en un conflicto de intereses al preferir mejorar su remuneración perdiendo objetividad en su labor, como en el caso de las recomendaciones sesgadas o inapropiadas que tratamos líneas atrás.

- Auditoría Interna

Finalmente, para complementar estos mecanismos de control interno aparecen las unidades de auditoría interna. Estas áreas representan una de las bases fundamentales del gobierno corporativo. Se encargarán en mayor parte de analizar la veracidad y autenticidad de la información financiera de la empresa o grupo. De esta manera afecta positivamente en un mejoramiento de la calidad de la información que a su vez redundará en un aumento de la transparencia del mercado¹³⁹. En los últimos tiempos aparece como un aliado clave de los organismos supervisores en la lucha contra los delitos bursátiles y contra los conflictos de intereses.

De acuerdo al principio 26 del Código de Buen Gobierno Corporativo¹⁴⁰, sus funciones son la evaluación permanente de la confiabilidad de la información financiera generada por la sociedad, verificar la función de la unidad de cumplimiento normativo, así como la evaluación de la eficacia del sistema de control de riesgos, teniendo en todo momento que observar los principios de

¹³⁹ Cfr. GRAS-GIL, Ester; MARÍN-HERNÁNDEZ, Salvador y GARCÍA-PÉREZ DE LEMAC, Domingo. Auditoría interna y deficiencias de la información financiera en el sector bancario español. Revista de contabilidad ELSEVIER. España, 2015, p. 174 - 181. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1138489114000302>

¹⁴⁰ Cfr. Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://www.bvl.com.pe/ipgc/Codigo_de_BGC_para_las_sociedades_peruanas.pdf

diligencia, lealtad y reserva. El auditor interno se reporta directamente al comité de auditoría y su nombramiento y cese corresponden al directorio.

1.6.- ABSTENCIÓN VOLUNTARIA

Al referirnos a la abstención voluntaria no hablamos de ninguno de los mecanismos antes descritos, nos referimos netamente a la ética en el accionar de las organizaciones. “En resumen, ética significa elegir bien y hacer bien lo que hacemos para lograr que individual y colectivamente vivamos mejor: con una mayor calidad de vida, en una sociedad donde se respete la dignidad de cada ser humano, donde mi bienestar individual no se obtenga a costa o en contra del bienestar del otro.”¹⁴¹ Si las empresas integran criterios éticos a su cultura organizacional, como pueden ser las buenas prácticas de gobierno corporativo o prácticas de responsabilidad social, la necesidad de supervisión disminuiría haciendo de esta la forma más eficiente para evitar la resolución indebida de conflictos de interés. Estas conductas no pueden estar solamente dirigidas a disimular acciones poco deseables o a mejorar su imagen comercial de forma superficial, sino que deben funcionar como una herramienta de gestión que oriente la toma de decisiones de la empresa. De esta manera se alcanza un horizonte de excelencia capaz de crear y potenciar una imagen empresarial sólida que incremente el valor de sus recursos intangibles (componentes del *goodwill*).¹⁴²

El regulador es consciente de los beneficios que resultan de que las empresas mantengan este tipo de conductas, razón por la cual las fomenta mediante la creación del Índice de Buen Gobierno Corporativo. El S&P/BVL IBGC es un indicador estadístico que refleja el comportamiento de los precios de una cartera compuesta por las acciones de las empresas emisoras que cumplen con los Principios de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas. Las empresas que forman parte de este índice son renovadas anualmente mediante un proceso de selección en el cual un tercero independiente revisa el

¹⁴¹ PURROY, Miguel. Ética, gobierno corporativo y responsabilidad social en las empresas. Cuadernos Unimetanos N° 12, 2007, p. 13-20. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3997855.pdf>

¹⁴² CALVO, Patrici. Ética empresarial, responsabilidad social y bienes comunicativos. Tópicos, Revista de Filosofía 47, Universitat Jaume I de Castellon, 2014, p. 216-217. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.scielo.org.mx/pdf/trf/n47/n47a8.pdf>

diseño, integración y los órganos de gobierno de la empresa. Al formar parte de este índice las empresas obtienen como beneficio una mayor facilidad de financiamiento y un incremento en la percepción de transparencia frente a sus *stakeholders*, además de que acceden a una reducción de las comisiones de negociación de Cavali y la BVL de un 90%.¹⁴³

Para el periodo 2020 – 2021 tan solo 9 empresas forman parte de este índice:¹⁴⁴

ALICORC1 (Alicorp S.A.A.) BBVAC1 (Banco BBVA Peru) CPACASC1 (Cementos Pacasmayo S.A.A.) BVN (Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.) ENGIEC1 (Engie Energía Perú S.A.) FERREYC1 (Ferreycorp S.A.A.) INRETC1 (InRetail Perú Corp.) IFS (InterCorp Financial Services INC.) RIMSEGC1 (Rímac Seguros y Reaseguros).

Son realmente muy pocas, teniendo en cuenta las casi 280 empresas listadas en la plaza local, y menos aún las empresas asociadas al sector financiero.

Teniendo en cuenta los incentivos antes descritos, en teoría las empresas deberían orientar su accionar a evitar los conflictos de interés al seleccionar adecuadamente a sus clientes y teniendo en cuenta qué funciones pueden ejercer sin que estas entren en conflicto. Por ejemplo, puede optar por brindar productos financieros adecuados al cliente evitando la venta atada o las recomendaciones sesgadas o inapropiadas o absteniéndose de contratar con clientes que le generen conflictos de intereses previsibles.

Claro está que confiar ciegamente en la rectitud con la que actuarán los conglomerados financieros no es posible, pues naturalmente las organizaciones se guían por parámetros económicos objetivos como la rentabilidad, eficiencia o costo de transacción, y aunque no necesariamente

¹⁴³ Metodología de determinación de empresas reconocidas y de la cartera del IBGC. Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/bvl-metodologia-de-determinacion-de-empresas-reconocidas-y-de-la-cartera-del-ibgc-doc-es.pdf>

¹⁴⁴ BVL presenta empresas que forman parte del nuevo Índice de Buen Gobierno Corporativo Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://www.bvl.com.pe/empresas/alertas/200810%20NP%20Indice%20de%20BGC%20-%20BVL%20-%20WEB.pdf>

todas ellas actúen de forma negativa (pues existen entidades financieras que valoran muchísimo su reputación) otras sí lo harían si se presenta la oportunidad de aumentar sus ganancias con un reducido riesgo de detección, es un criterio de maximización del beneficio.

“Definitivamente, como los individuos buscan maximizar su utilidad, es usual que el desacato de una norma exprese la existencia de un problema en la norma misma. Eso no siempre es así, porque muchas veces la desobediencia a una norma no responde a que la norma esté mal, sino a que no existe una capacidad coactiva o efectiva que la ponga en vigencia. El problema no es que la norma esté o no, sino la falta de un mecanismo que la garantice, que la institucionalice.”¹⁴⁵

Si esto ha ocurrido en nuestro país con una empresa que incluso pertenecía al Índice de Buen Gobierno Corporativo (Graña y Montero S.A.), con mucha más razón podría ocurrir en aquellas que se han adecuado deficientemente a la gobernanza corporativa.

Por lo tanto, concluimos en que esta es una forma útil, aunque insuficiente por sí sola, para contribuir a la transparencia del mercado, hacen falta normas claras, efectivas y vigentes. Esto de ningún modo trata de desvirtuar el accionar positivo de las empresas que optan por esta vía.

1.7.- SUPERVISIÓN DIRECTA

La forma tradicional y centralizada de controlar los conflictos de intereses es la supervisión. Mediante este mecanismo de control se puede sancionar a los infractores, corregir las deficiencias del mercado, sus fallos, y procurar un ambiente idóneo para su desarrollo.¹⁴⁶

Sin embargo, esta es una de las formas más costosas de control, pues es necesario organizar toda una infraestructura descentralizada, contratar a los profesionales especializados, desarrollar software específico, etc. Por un lado, el costo de la supervisión recae en el Estado, que a su vez obtendrá el financiamiento del organismo mediante la recaudación de impuestos; en otras

¹⁴⁵ BULLARD, Alfredo. Derecho y Economía. El Análisis económico de las instituciones legales. Editorial Palestra, Lima, 2009, p. 48.

¹⁴⁶ Cfr. CULEBRO, Jorge & GONZÁLEZ, Christian. Regulación y evolución de organismos reguladores en telecomunicaciones. El caso de México y Francia. 2013. p 49-50. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.scielo.org.mx/pdf/gpp/v22n1/v22n1a2.pdf>

palabras, toda la población sufraga el costo. “(...) Teniendo en cuenta que los Estados no son autosuficientes para poder financiarse por completo, todo cobro que sea de naturaleza tributaria, en tanto existan necesidades financieras e independientemente de la alícuota cobrada, será destinado para el sostenimiento del Estado y el cumplimiento de sus fines(...)”¹⁴⁷ Y desde la perspectiva de las empresas, ellas tendrán que incurrir en costos necesarios para cumplir con todas las exigencias de los reguladores, ya sean los requerimientos de información, la contratación de ciertos servicios adicionales (como por ejemplo el de auditoría), los ajustes necesarios para cumplir con las normas de gobierno corporativo, etc. Por lo que es preferible que el sistema de control no se fundamente exclusivamente en la supervisión.

“La negociación con los inversores reduce la necesidad de regulación; la competencia es un sustituto de la regulación, el gran dilema que se presenta en algunos aspectos de las industrias tradicionalmente reguladas es cuando esta industria está lista para dejar de ser regulada e implementar la competencia, es decir cuándo regular (ex- ante) y cuándo permitir el juego de la competencia (ex - post).”¹⁴⁸ Este mecanismo deja de ser necesario solo cuando el resto de herramientas de control funcionan correctamente y nos encontramos en un entorno donde exista una fuerte competencia que oriente a las empresas que conforman conglomerados financieros a brindar sus servicios de forma óptima, puesto que de lo contrario sus clientes podrían decidir contratar con sus competidores.

1.8.- POSIBILIDAD DE OBTENER TUTELA

Por último, en el supuesto en que todos los mecanismos antes descritos fallasen y por lo tanto en un supuesto de conflicto de intereses se haya optado por una resolución inadecuada, debe existir permanentemente la posibilidad de

¹⁴⁷ LAZARO, Angelo. La función extrafiscal del tributo y el análisis económico del derecho. Universidad del Pacífico. 21° Conferencia Anual de la Asociación Latinoamericana e Ibérica de Derecho y Economía (ALACDE). Lima, 2017, p 8-13. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: https://www.up.edu.pe/UP_Landing/alacde2017/papers/28-Lafuncion-extrafiscal-tributo-analisis-economico.pdf

¹⁴⁸ TASSANO, Hebert. Los Organismos Reguladores de Servicios Públicos. Pontificia Universidad Católica del Perú Circulo de Derecho Administrativo. 2008, p. 90. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoadministrativo/article/viewFile/14527/15137>

tutela, es decir la facultad acudir ante tribunales de justicia en busca de la defensa de los legítimos intereses vulnerados. Para que eso sea posible es necesario un marco normativo bien definido.

Recurrir ante un tribunal, ya sea administrativo, judicial, o arbitral, debe ser la última ratio, pues con anterioridad se deberían agotar todos los mecanismos de negociación disponibles. Sin embargo, en casos en los que se cometen injusticias no cabe duda de que se debe recurrir a estas otras vías. Cuando hablamos de una denuncia en sede administrativa, la eficacia de este mecanismo de resolución dependerá mucho de las atribuciones que tenga el regulador, la idoneidad de sus tribunales, y la especificidad de las normas legales, más aún, del respeto y nivel de cumplimiento que posean. Dependiendo de estos factores puede constituir una poderosa herramienta de solución de conflictos que incluso genere incentivos negativos a otros que pretendan actuar del mismo modo; o puede ser una organización burocrática y que poco o nada pueda hacer para corregir la conducta de los participantes del mercado.

Podemos hablar por ejemplo de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) el organismo que hace cumplir las normas del mercado de valores en Estados Unidos. Es una de las más temidas y respetadas instituciones en dicho país, pues sus amplias atribuciones le permiten legislar en materia de valores, interpretar las normas que ellos mismos expiden, hacer que cese cualquier acción que realice una entidad bajo su vigilancia, investigar por cuenta propia cualquier indicio o sospecha de comisión de un acto ilegal, y hasta incluso goza de facultades cuasi-judiciales, y en ejercicio de su facultad de cumplimiento puede poner a conocimiento al Departamento de Justicia ante la comisión de cualquier delito.¹⁴⁹

Luego, una de las formas en la que se puede obtener tutela es el arbitraje. Este sirve como un medio para la resolución de controversias, protegiendo los

¹⁴⁹ LOPEZ, Adriana Lucía. INTRODUCCION A LA REGULACIÓN DE VALORES EN LOS ESTADOS UNIDOS. Revista E-MERCATORIA, 2008, p 15-17. Ubicado el [30. V. 2018].
Obtenido en:
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1493246_code1327823.pdf?abstractid=1493246&mirid=1&type=2

estándares mínimos del debido proceso. Se puede definir como “un método o una técnica mediante la cual se tratan de resolver extrajudicialmente las diferencias que puedan ocurrir o que han surgido entre dos o más personas (árbitros) los cuales derivan sus facultades del acuerdo consensual de las partes involucradas en la controversia”¹⁵⁰. Este mecanismo es recurrente en materias técnicas y financieras, pues en la mayoría de los casos las soluciones que provee el Estado no se adecúan de la mejor forma a las necesidades de las partes.

2.- DESCRIPCIÓN DE LOS MECANISMOS REGULATORIOS PERUANOS EN MATERIA DE CONFLICTO DE INTERES

2.1.- LA INTERMEDIACIÓN DE VALORES, DESDE LOS DEBERES GENERALES HASTA LA REGULACIÓN DE SUS SISTEMAS DE CONTROL

En la Ley del Mercado de Valores¹⁵¹ la actividad de intermediación se encuentra regulada en el artículo 6, y se le describe como la realización habitual y por cuenta ajena de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Los agentes que se dedican a la intermediación de valores, participan en las negociaciones que se llevan a cabo tanto en la Bolsa de Valores de Lima, como en los mercados extrabursátiles.

Esta actividad se encuentra regulada de acuerdo a su propio reglamento¹⁵². Respecto a la regulación de conflictos de intereses, en el artículo 3 de esta norma se hace referencia a los deberes generales que debe cumplir todo agente al establecer sus normas internas de conducta, estos son: Competencia, cuidado y diligencia, honestidad y neutralidad, información de los clientes, información para los clientes, observancia, prevención de conflictos de interés, reserva de la información, y transparencia.

¹⁵⁰ SIESQUEROS, José Luis. El arbitraje, marco normativo, tipos de arbitraje, compromiso arbitral y cláusula compromisoria. Pauta, México. 2000. Pp. 3

¹⁵¹ LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

¹⁵² REGLAMENTO DE AGENTES DE INTERMEDIACION. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/sil/RSMV00001500034001.pdf>

Respecto al primer principio, el de competencia, la norma obliga a agentes de intermediación a disponer sus recursos en el desarrollo de procedimientos y sistemas idóneos para el cumplimiento de sus actividades. Del mismo modo, se indica que la entidad debe implementar reglas efectivas y procedimientos internos capaces de asegurar el cumplimiento de las normas generales de conducta en todas las dimensiones de la organización.

Luego, en cuanto al deber de cuidado y diligencia, el reglamento indica que en el desarrollo de las funciones para las que fue autorizado el agente, deberá cuidar con diligencia y responsabilidad los intereses de sus clientes, garantizando en sus normas internas un sistema de control efectivo.

El tercer deber, el de honestidad y neutralidad, establece que deberá siempre velar por el mejor interés de sus clientes y nunca conceder privilegios a unos en desmedro de otros. Esto nos recuerda a los conflictos de intereses relacionados con el market timing y late trading, en el cual dichas compras ventas ventajistas solo eran permitidas a determinados clientes, por lo que debemos afirmar que la normativa del mercado de valores ha tomado en cuenta de forma muy general que dichos beneficios constituyen infracciones.

Más adelante, se refiere a los deberes de información de los clientes e información para los clientes. En cuanto a lo primero, esto se resume en el principio “conoce a tu cliente”, esto quiere decir que los agentes y todos los sujetos que participan de la actividad (los Agentes, accionistas, sus directores, gerentes y Representantes, así como toda persona que preste servicios al Agente, directa o indirectamente) deben considerar y estar al tanto de la experiencia que el inversionista privado tenga en el mercado, su perfil de riesgo, expectativas y objetivos de inversión. Y en cuanto al segundo, se trata el tema de qué tanto debe informársele de forma obligatoria al cliente. La información debe ser clara correcta precisa suficiente y oportuna, tal y como lo establece la propia Ley¹⁵³ en su artículo 10, pues de acuerdo a la norma debe conocer toda la información disponible, más aún todos y cada uno de los riesgos que conlleva una operación, así como la información respecto a la

¹⁵³ LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

contraparte que intervendrá en la negociación, incluso aclarando la existencia de vinculación económica entre la sociedad agente y la contraparte.

El deber de prevención de Conflictos de Interés, es casi idéntico a lo que dicta el artículo 16-A de la Ley¹⁵⁴, salvo que además de que se indica que los conflictos de interés con los clientes se deben evitar y de ser inevitables ser resueltos con la mayor neutralidad y transparencia, equiparando las órdenes recibidas de los clientes con las que provengan de los Agentes, accionistas, sus directores, gerentes y Representantes, así como toda persona que preste servicios al Agente, directa o indirectamente, por lo que ninguna debe primar sobre la otra si fueron recibidas en igualdad de condiciones.

Del mismo modo, para evitar contra el uso indebido de la información privilegiada, se recomienda la abstención voluntaria del uso de dicha información, así como mantenerla en absoluta reserva y no utilizarla en beneficio propio ni de terceros. Claro está que esta abstención voluntaria no es el único filtro o mecanismo de control que se establece para el trato de dicha información.

La obligación de establecer Normas Internas de Conducta es el mecanismo de control más difundido en la legislación peruana sobre mercado de valores. En cuanto a la actividad de intermediación, esto se encuentra regulado en el artículo 4 de su reglamento¹⁵⁵. Establece que son un conjunto de normas aprobadas por el Directorio, y que son de observancia obligatoria para el agente y sus accionistas que posean de forma directa o indirecta más del 10% del capital social del agente, así como los directores, gerentes o representantes, obligándose a procurarles una extensa difusión en la empresa.

Además, el incumplimiento de cualquiera de las obligaciones que las normas internas de conducta establecen deberá ser evaluado por los responsables de cumplimiento normativo del agente, quienes son nombrados por el directorio. Incluso, se deberá comunicar a las SMV de las sanciones impuestas.

¹⁵⁴ Íbidem.

¹⁵⁵ Íbidem.

En cuanto al servicio que los agentes de intermediación prestan, uno de ellos es el de asesoría de inversiones. De acuerdo al artículo 17 del reglamento¹⁵⁶, el agente debe conocer exactamente el perfil de inversión de sus clientes, y por lo tanto recomendar productos y servicios que sean acordes con dicho perfil. Esto hace referencia a los conflictos de interés denominados recomendaciones sesgadas o inapropiadas. Entonces, podemos considerar que la norma ha previsto esta situación respecto a la función asesoría de inversiones, sin embargo, dicha actividad en sí misma no se encuentra regulada de forma individual, por lo que no queda claro en qué casos estamos ante una asesoría de inversión. Lo que sí se encuentra regulado en el artículo 40 del reglamento de agentes de intermediación¹⁵⁷ son los tipos de representantes.

Por un lado, está el Asesor, el cual es una persona natural que aconseja, guía u orienta en materia de operaciones financieras a los clientes. Dicho representante del Agente puede realizar lo dispuesto en el artículo 194 inciso “b” de la LMV¹⁵⁸ si fuera el caso de una SAB, esto es prestar asesoría en materia de valores y operaciones en bolsa, así como brindar a sus clientes un sistema de información y procesamiento de datos; o lo dispuesto en el artículo 207 inciso “e”, asesorar e informar a los inversionistas del mercado de valores, en el caso de las SIV.

En cuanto al Operador, dicho representante está autorizado para realizar las funciones detalladas en los incisos “a”, “p”, “q” y “s” del artículo 194 de la ley en las SAB, las cuales son comprar y vender valores por cuenta propia o de terceros dentro y fuera de bolsa, realizar operaciones en mercados internacionales y realizar operaciones de préstamo de instrumentos financieros, operaciones de reporte, futuros, opciones y otros derivados. Cuando el Operador pertenece a una SIV puede realizar las operaciones contempladas en el artículo 207 incisos “c”, “d” y “e”, las cuales son comprar o vender valores no inscritos en bolsa por cuenta propia o de terceros y asesorar e informar a los inversionistas del mercado de valores.

¹⁵⁶ REGLAMENTO DE AGENTES DE INTERMEDIACION. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/sil/RSMV00001500034001.pdf>

¹⁵⁷ Íbidem.

¹⁵⁸ LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

El Administrador de carteras tal y como dice su nombre será aquella persona natural que realiza dicha actividad, la cual esta detallada en los artículos 194 inciso “i” y en el 207 inciso “b” de la ley. Por último, el Funcionario de inversión además de poder realizar las mismas funciones que un Operador, puede identificar eventuales socios para sus clientes interesados en la compra o negociación de activos, prestar asesoría económica y financiera, así como valorizar activos, promover inversión, fusión y traspaso de negocios en marcha.

Todos estos representantes asumen responsabilidad solidaria con el Agente por el cumplimiento de sus funciones. Sin embargo, el agente puede contratar bajo su responsabilidad a otras personas naturales para realizar actividades meramente informativas relacionadas con los servicios que ofrece el agente, pero dichas personas no son representantes, y no podrán realizar ninguna de las facultades de los mismos.

Sin embargo, la descripción de la actividad de asesoría en sí misma no se encuentra adecuadamente delimitada, por lo que podría existir confusión en cuanto a qué constituye asesoría y qué no. En otras palabras, los límites a esta actividad están un tanto borrosos, por lo que consideramos que la regulación en este aspecto no es del todo satisfactoria.

Por otra parte, el sistema de control de los agentes de intermediación está descrito en el artículo 115¹⁵⁹, y debe contar como mínimo con una Unidad de Cumplimiento Normativo, Unidad de Gestión de Riesgos, y una unidad de Auditoría Interna. La unidad de auditoría interna es un órgano independiente de las áreas operativas y rinde cuentas directamente al directorio. Interpreta un rol de apoyo al directorio en la evaluación del sistema de control en su conjunto, que tiene como objetivo agregar valor a la organización. Por su parte, la unidad de cumplimiento normativo es la encargada de proponer al directorio el plan anual de cumplimiento normativo, que detalla la forma en que dicha área logrará revisar y verificar el cumplimiento de todos los procedimientos, que incluyen las normas internas de conducta, política de clientes, procedimientos operativos, remisión de información y reportes a la SMV, procedimientos para

¹⁵⁹ REGLAMENTO DE AGENTES DE INTERMEDIACION. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/sil/RSMV00001500034001.pdf>

prevenir el uso indebido de información privilegiada, y verificación de límites prudenciales y garantías establecidos en la normativa.

En buena cuenta es la unidad de cumplimiento normativo quien se responsabiliza por verificar que todo el sistema de control interno de la empresa se desarrolle correctamente, pues su función y los resultados que emite son de gran trascendencia tanto para el funcionamiento de la empresa como para la información que la SMV obtendrá de la entidad. La transparencia de los documentos que esta unidad emita será provechosa para el mercado, sin embargo, en caso de que dicha información se encuentre tergiversada, o procure intereses distintos a los de su función, el mercado sufrirá una fuerte vulnerabilidad. Por esta razón, el reglamento establece supuestos y requisitos mínimos para velar por la independencia, autoridad y eficacia del personal de control. Vale la pena mencionar que, además, en la actividad de administración de cartera, definida por el inciso b del artículo 207 de la Ley¹⁶⁰ y en el artículo 71 del reglamento¹⁶¹, entre las obligaciones del agente se hace directa referencia a la ilicitud de transferir instrumentos financieros de las carteras administradas fuera de precios de mercado. Por lo tanto, el respeto a este impedimento legal debe ser verificado por la unidad de cumplimiento normativo.

Una de las herramientas de revelación de potenciales conflictos o *disclosure* sería la que establece el artículo 75 del reglamento de agentes de intermediación¹⁶², en el cual establece como una obligación del agente en la actividad de administración de cartera el revelar los posibles conflictos de interés que puedan existir entre el agente y sus clientes, así como los mecanismos de control que ayuden a atenuar los efectos negativos que se pudiesen generar. Además, en el artículo 76 inciso “e” se establece que, en la política de inversiones sobre administración de cartera, deberá indicarse expresamente si los recursos podrán ser invertidos en empresas de su mismo grupo empresarial.

¹⁶⁰ LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

¹⁶¹ REGLAMENTO DE AGENTES DE INTERMEDIACION. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/sil/RSMV00001500034001.pdf>

¹⁶² Íbidem.

En cuanto a las cuentas globales, el artículo 93 del reglamento de agentes de intermediación establece que el agente que realice inversiones mediante este mecanismo debe implementar registros que permitan distinguir a los titulares finales agrupados en dichas cuentas, así como generar información actualizada diaria sobre todos los movimientos de instrumentos financieros, fondos, saldos y recursos distinguibles a nivel de agente y de sus clientes. De esta manera el regulador pretende que la información financiera de las cuentas en el extranjero sea lo más transparente posible en beneficio de los clientes, quienes pueden acceder a mayor información respecto a sus inversiones.

2.2.- MECANISMOS REGULATORIOS EN LA INVERSIÓN COLECTIVA

De acuerdo al artículo 238 de la ley del mercado de valores, el fondo mutuo de inversión en valores es un patrimonio autónomo conformado por aportes de personas tanto naturales como jurídicas para su inversión en operaciones financieras, dicho fondo es administrado por una sociedad administradora bajo cuenta y riesgo de los partícipes. Las sociedades administradoras de fondos deben cumplir con lo dispuesto en el artículo 253, el cual establece la obligación de que los valores o activos que en los que se inviertan deben ser entregados a una entidad autorizada por la SMV para fungir como custodio, pudiendo ser por ejemplo un banco o un intermediario de valores ¹⁶³.

Otra de las obligaciones que impone la ley en su artículo 255 es la de que todo fondo conforme un comité de inversiones, el cual cuente con al menos 3 personas naturales que se encarguen de decidir las inversiones de los fondos que administran. En el artículo 265 A de la Ley, se establece la obligación de las administradoras de constituir una garantía en favor de la SMV por un porcentaje del patrimonio que administran en cada fondo, a fin de que respalde los compromisos asumidos con los partícipes.

En su reglamento¹⁶⁴ el artículo 3 establece las normas generales de conducta, las cuales son muy similares a las de los intermediarios de valores. Destacan

¹⁶³ Cfr. LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

¹⁶⁴ Resolución de Superintendencia N° 00029-2014 REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido

entre ellos los de equidad, prioridad de intereses, reserva de información, competencia, honestidad, cuidado y diligencia, información a partícipes o inversionistas, objetividad y prudencia, razonabilidad y observancia. Por su parte el artículo 4 del reglamento¹⁶⁵ establece el deber de reserva de la información privilegiada a la que tengan acceso los miembros del fondo, así como del comité de inversiones, el cual es descrito en el artículo 138 del mismo como el órgano de la sociedad administradora o del gestor externo responsable de las decisiones de inversión del fondo, así como de valorización de inversiones incluyendo los precios y tazas brindados por la empresa proveedora de precios. Dicho órgano opera bajo condiciones de separación, independencia y autonomía.

Una de las formas de control interno que propone el reglamento¹⁶⁶ en su artículo 6 son las normas internas de conducta, las cuales se encuentran detalladas en el Anexo A del mismo. En dicho anexo se establece claramente que su finalidad es impedir el flujo de información privilegiada y establecer reglas para darle prioridad al interés del fondo frente a terceros o los intereses de la propia empresa o grupo económico, de cara a los conflictos de interés.

Una de las medidas específicas que establece el dicho anexo son las barreras de información, mediante prácticas que restrinjan el acceso a la información que decide el comité de inversiones, tanto usando medios informáticos como físicos. Algunos de los medios son limitaciones o autorizaciones previas a las inversiones que puedan realizar las personas que, comprendidas en el ámbito de aplicación, y otras prohibiciones concordantes con los artículos 42 y 43 de la LMV¹⁶⁷.

Y respecto a los conflictos de interés el anexo A del reglamento¹⁶⁸ establece que la administradora de fondos en la elaboración de sus normas internas de

en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400029%20&CTEXTO=

¹⁶⁵ Íbidem.

¹⁶⁶ Íbidem.

¹⁶⁷ Cfr. LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

¹⁶⁸ Resolución de Superintendencia N° 00029-2014 REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido

conducta deberá observar por lo menos la obligación de priorizar en todo momento los intereses del fondo y sus partícipes por encima de los propios o de terceros; además establece que deberán preverse los conflictos de interés provenientes de las relaciones familiares, patrimonio u otros de las personas en el ámbito de aplicación. Todos los compromisos y obligaciones antes mencionados deberán ser insertados en declaraciones juradas.

Finalmente se debe tener en cuenta al comité de vigilancia. Dicho órgano se encuentra descrito entre los artículos 101 y 109 del reglamento¹⁶⁹. Los miembros de este órgano son nombrados por la Asamblea General de Partícipes y tiene como principales funciones la participación con voz y sin voto en las Asambleas Generales de Partícipes, revisar el cumplimiento de las funciones del órgano o persona encargado de las normas internas de conducta, proponer sociedades auditoras a la asamblea, entre otros. Queda claro que conforma un refuerzo al sistema de control de la institución, pues supervisa al encargado del cumplimiento normativo de la sociedad y participa levemente en la auditoría externa de la sociedad.

2.3.- LA REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES INTRAGRUPPO

Las operaciones entre partes vinculadas, o también conocidas como operaciones intragrupo son un tema de relevancia en la regulación de conflictos de intereses. Si bien es cierto estas operaciones generan una mayor sinergia entre las partes vinculadas, muchas veces reflejada en beneficios económicos o estratégicos; sin embargo, no puede negarse que en ciertos casos son herramientas para el abuso de los accionistas mayoritarios, controladores, gerentes, directores u otros en perjuicio de los accionistas minoritarios, o en beneficio propio o de terceros. Además, estas operaciones se ven rodeadas de un halo de falta de transparencia, que todos los reguladores e instituciones nacionales e internacionales han pretendido desterrar.

en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400029%20&CTEXTO=

¹⁶⁹ Íbidem.

En nuestro país la regulación de este tópico parte de la regulación de la Ley General de Sociedades¹⁷⁰, que en su artículo 180 establece la obligación de los directores de adoptar no acuerdos que cautelen intereses propios o de terceros distintos al interés social, del mismo modo establece la prohibición de participar por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con la sociedad si su autorización, es decir en casos de conflicto de intereses. Otros artículos de dicho cuerpo normativo acerca de conflictos de interés son el artículo 179 y 192, los cuales restringen ciertas operaciones a directores, gerentes, apoderados y sus familiares. Por otra parte, la Norma Internacional de Contabilidad NIC 24¹⁷¹ describe la información que deben revelar las empresas sobre sus partes vinculadas a fin de que exista transparencia en los estados financieros.

Por su parte, la LMV¹⁷² establece el mecanismo para la realización de estas operaciones en su artículo 51 inciso c. En resumidas cuentas, para la celebración de contratos que involucren al menos el 5% de los activos de la sociedad con personas naturales o jurídicas vinculadas a sus gerentes, directores o accionistas que directa o indirectamente representen más del 10% del capital social, se requiere aprobación previa del directorio sin la participación del director vinculado. En los casos en que el accionista de control de la sociedad emisora ejerza también control en la contraparte se requerirá además la revisión de la transacción por una sociedad auditora que no tenga vinculación con ninguna de las partes de más del 10% y no haya auditado sus estados financieros en los 2 últimos años.

De acuerdo a la OCDE la regulación de dicho conflicto de interés no estaría completa si no se estableciera un marco regulatorio respecto a las relaciones de vinculación, control y propiedad indirecta, la cual describimos en capítulos anteriores, y además una determinación del monto de la operación que resulte

¹⁷⁰Ley General de Sociedades. Ley N° 26887. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.smv.gob.pe/sil/LEY0000199726887001.pdf>

¹⁷¹ Norma Internacional de Contabilidad 24. Información a Revelar sobre Partes Relacionadas. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_publ/con_nor_co/vigentes/nic/NIC_024_2014.pdf

¹⁷² LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

relevante para su control. Por tal motivo la Resolución SMV N° 029-2018-SMV/01¹⁷³ establece cada uno de los detalles para la aplicación del literal C del artículo 51 de la LMV, siendo de especial interés para esta investigación lo establecido en su artículo 1 literal II, pues mediante el mismo excluye de la aplicación de las disposiciones sobre operaciones intragrupos tanto a quienes tengan sus acciones con derecho a voto inscritas en el registro público del mercado de valores bajo la modalidad de Mercado Alternativo de Valores y Mercado de Inversionistas Institucionales.

La explicación a dicha exclusión está en la exposición de motivos publicada recientemente en el portal web de la SMV, sin embargo, resulta poco satisfactoria respecto a los inversionistas institucionales. En cuanto a las empresas pertenecientes al MAV es comprensible que por la poca sofisticación y menor tamaño de las empresas que lo conforman las normas de gobierno corporativo no se les deben aplicar los mismos parámetros que con las que pertenecen al mercado de valores; sin embargo, bajo la misma lógica las empresas que se encuentran en una mejor posición económica y que ostentan un capital mucho mayor, como son los inversionistas institucionales, estarían en mucho mejores condiciones como para cumplirlas de forma obligatoria. En nuestra opinión que dichas empresas cuenten con “mayor experiencia y posición de negociación”¹⁷⁴ no es suficiente argumento para disminuirle los estándares obligatorios de gobierno corporativo, teniendo en cuenta que lo que se busca es la transparencia del mercado de valores. Más aún cuando los inversionistas institucionales son en su mayoría instituciones fiduciarias e invierten montos importantes de capital.

¹⁷³ Marco legal aplicable sobre conflictos de intereses y exposición de motivos sobre las Disposiciones para la aplicación del literal c) del artículo 51 de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por Resolución SMV N° 029-2018-SMV/01 (norma sobre transacciones entre partes vinculadas) Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/Uploads/ExposiciondeMotivosDispliteralcart51LMV.pdf>

¹⁷⁴ Marco legal aplicable sobre conflictos de intereses y exposición de motivos sobre las Disposiciones para la aplicación del literal c) del artículo 51 de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por Resolución SMV N° 029-2018-SMV/01 (norma sobre transacciones entre partes vinculadas) Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/Uploads/ExposiciondeMotivosDispliteralcart51LMV.pdf>

Justamente el Anexo N° 1 del reglamento del mercado de inversionistas institucionales¹⁷⁵ establece que son los bancos, financieras, compañías de seguros y las demás contenidas en el artículo 16 de la ley general del sistema financiero; los agentes de intermediación, administradoras privadas de pensiones, administradoras de fondos de inversión, administradoras de fondos mutuos y de sociedades titulizadoras; incluso se incluyen a personas naturales con un patrimonio superior a los 2 millones de soles y un portafolio de inversión superior a 1 millón. Justamente son las empresas pertenecientes a los conglomerados financieros las cuales se les ha dispensado esta obligación de gobernanza corporativa.

2.4.- LA SUPERVISIÓN Y EL RÉGIMEN SANCIONATORIO

Entre todas las facultades que la ley orgánica de la SMV le otorga en su artículo 3, las referidas a supervisión son las siguientes: otorgar autorizaciones de organización y funcionamiento, ejercer supervisión consolidada de las entidades financieras bajo su competencia, disponer investigaciones e inspecciones, citar e interrogar a personas a fin de contribuir con las investigaciones, revisar todos los medios que considere necesarios cuentas, libros, archivos, correspondencia, etc, e imponer sanciones de acuerdo al régimen de la materia e imponer multas y suspender de forma automática la autorización de funcionamiento otorgadas a las personas jurídicas bajo su control.

Específicamente el artículo 32 establece todas las sanciones que pueden ser impuestas por el regulador entre las que se encuentran la amonestación, las multas entre 1 a 700 UIT, suspensión hasta por 45 días de la autorización de funcionamiento o su revocación permanente, destitución, inhabilitación, cancelación de inscripción en el registro y suspensión de la colocación o negociación de uno o más valores.

¹⁷⁵ REGLAMENTO DEL MERCADO DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES. Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=M0000201300021%20%20&CTEXTO=

Las denuncias que se realizan contra las empresas dentro del ámbito de control de la SMV se tramitan mediante el procedimiento administrativo sancionador, de acuerdo a las normas que rigen el derecho administrativo y a las normas específicas que el reglamento de sanciones establece. De acuerdo al artículo 16 de dicho reglamento las intendencias generales de cumplimiento funcionan como un órgano instructor, y la fase sancionadora estará a cargo de la superintendencia adjunta respectiva de acuerdo al artículo 17.

Las sanciones son clasificadas entre leves, graves y muy graves, existiendo un régimen de graduación de las mismas. En el anexo I del reglamento, que establece las sanciones generales, en el apartado 1.5 indica como sanción muy grave “Realizar cualquier acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado, o que califique como abuso de mercado conforme al reglamento de la materia”¹⁷⁶. Del mismo modo el apartado 1.11 hace referencia a modalidades de uso de información privilegiada, que también serán consideradas como faltas muy graves.

En cuanto a las sociedades administradoras de fondos de inversión el anexo VI se refiere en su apartado 1.6 al incumplimiento de la obligación de dar prioridad a los intereses de los fondos y sus partícipes por encima de sus propios intereses, sus vinculados, personal o terceros; esto es considerado una infracción muy grave. En el anexo VII apartado 1.4 se establece la misma condición para los fondos mutuos. Del mismo modo en ambos anexos (VI y VII) en los apartados 1.4 y 1.1 respectivamente se establece como infracción muy grave disponer del dinero producto de los aportes de los partícipes a fines distintos a los que establece la normativa, en clara alusión al uso indebido de valores en custodia.

Luego, respecto de los agentes de intermediación el anexo X del reglamento de sanciones establece como infracción muy grave en su literal 1.1 destinar los fondos valores o instrumentos financieros a fines distintos a aquellos para los que les fueron confiados, y en su apartado 1.14 el brindar información falsa o inexacta en perjuicio de sus clientes. Sin embargo, en el mismo anexo en la

¹⁷⁶ Resolución CONASEV N° 0055-2001. REGLAMENTO DE SANCIONES. Ubicado el [30. V. 2018].
Obtenido en:
http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0055200100000&CTEXTO=

sección 2 numeral 2.6 se considera solamente como una falta grave el preferir la compra o venta de instrumentos financieros por cuenta propia, a pesar de existir una solicitud de compra o venta de un comitente respecto al mismo valor o instrumento financiero en las misma o mejores condiciones; así como dar preferencia a un cliente particular cuando existe un conflicto de intereses entre sus clientes. Del mismo modo, en el mismo anexo en los apartados 2.19 y 2.27 se le da calidad de falta grave a ciertos conflictos de interés como son no comunicarle al cliente que su contraparte en una operación es el propio Agente o su vinculado, y recomendar a sus clientes productos o servicios que no corresponden a su perfil de inversión, respectivamente.

Esto se encuentra en clara contradicción a los principios rectores del mercado de valores, específicamente al de transparencia del mercado y protección del inversionista, y encajan justamente en algunos de los supuestos de conflictos de interés descritos en el capítulo anterior. Por todo lo descrito hasta aquí queda claro que el regulador no le ha dado la importancia que requeriría el tratamiento de conflictos de intereses y su regulación resulta bastante superficial. Como es de notarse, todas las infracciones que constituyen conflictos de interés deberían ser consideradas como muy graves, pues son la tipificación de las reglas generales establecidas en la ley y los reglamentos. Ningún conflicto de interés es descrito de forma plena en la norma, con excepción de las operaciones intragrupo de las que hablamos anteriormente. Es justamente esta la tendencia la que el regulador debería seguir para que la normativa al respecto se vuelva cada vez más precisa, y las empresas se vean obligadas a ampliar sus normas internas de conducta.

En el capítulo anterior nos referimos a 2 casos, el de Grupo Privado de Inversiones (GPI) y al de Investa SAB. En el primer caso, la SMV pudo tomar conocimiento del mal manejo de las cuentas globales de la empresa y las demás infracciones gracias a las denuncias de las partes perjudicadas, sin embargo, con la información financiera de la misma y los reportes que remitía habitualmente al regulador, no se habrían podido descubrir los ilícitos. Al ser una SAB, GPI contaba con todos los requisitos que la ley y los reglamentos al respecto le obligan, una Unidad de Cumplimiento Normativo, Unidad de Gestión de Riesgos, y una Unidad de Auditoría Interna, sin embargo, el sistema

de control interno falló. Del mismo modo ocurrió en el caso de Investa SAB, cuyas infracciones fueron puestas de manifiesto a consecuencia de las visitas inspectivas realizadas a sus instalaciones en los años 2015 y 2016, para recién ser sancionado en el año 2019. Ni la información financiera, ni el control interno fueron suficientes para detectar los ilícitos, esto se traduce en una falta de transparencia del mercado que la SMV debe combatir.

3.- DIRECTRICES PARA LA REGULACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERESES

Durante la presente investigación se ha analizado el funcionamiento del mercado de valores peruano y sus conglomerados financieros en torno a la regulación de los conflictos de interés, describiendo desde las corrientes regulativas internacionales en la materia, hasta los conflictos de interés más comunes de acuerdo la doctrina, para finalmente exponer los sistemas de control que el legislador y la SMV han considerado pertinentes para afrontar esta compleja problemática. Queda pendiente por lo tanto el exponer cuales son los aspectos que requieren ajustarse y perfeccionarse en la regulación y los sistemas de control peruanos en la materia, condensando la información descrita a lo largo de la presente tesis y detallando las propuestas a las que se ha arribado como resultado de la investigación realizada.

3.1.- ES NECESARIO DEFINIR Y CLASIFICAR LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LA REGULACIÓN PERUANA

De acuerdo al análisis de la legislación peruana en materia de valores, no contamos con una definición de conflicto de interés. Los artículos de la ley que hacen referencia a los conflictos de interés establecen principios y reglas generales de actuación frente a los mismos sin embargo en ningún momento se le llega a definir, y mucho menos a detallar que situaciones deben ser consideradas como uno. Existen zonas grises, pues podría confundirse un conflicto de interés con el abuso de mercado, uso indebido de información privilegiada, o manipulación de mercado. Justamente al respecto de estos últimos existe un reglamento¹⁷⁷, lo cual nos demuestra que el regulador con

¹⁷⁷ REGLAMENTO CONTRA EL ABUSO DE MERCADO NORMAS SOBRE USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y MANIPULACIÓN DE MERCADO. Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://www.smv.gob.pe/sil/MV0005201200000003.pdf>

anterioridad se ha propuesto delimitar y describir ciertas situaciones contrarias a la transparencia del mercado.

Dependiendo del tratamiento normativo que se aplique a estas conductas se optará por ciertas sanciones por su incumplimiento, y se determinará la gravedad de las infracciones. Podría ser esta incertidumbre una causa de que en los supuestos de infracciones que detallaremos más adelante se hayan clasificado incorrectamente respecto a su gravedad.

Del mismo modo deberíamos contar por lo menos con ciertas normas que determinen qué es un conflicto de interés en el mercado de valores peruano, y cuáles son sus manifestaciones. Obviamente no podemos establecer una lista taxativa, pues a pesar de que la doctrina ha descrito variedad de casos de conflicto, muchos de ellos surgen y evolucionan con el crecimiento de los mercados y las tecnologías. Por tal motivo, como punto de partida sugerimos que se debería tomar en cuenta la regulación colombiana al respecto, una de las pocas que en Latinoamérica define y establece supuestos amplios de situaciones que deberían ser clasificadas como conflicto de interés.

Claro está, que dicha clasificación (mencionada en el capítulo anterior), no encaja con exactitud al tratamiento que le ha dado el regulador a ciertas conductas como son los mecanismos engañosos, conductas fraudulentas, manipulación o abuso de mercado, las cuales desde la perspectiva de la regulación de dicho país serían un escenario de conflicto de interés que enfrenta la utilidad o interés de una operación y la transparencia del mercado. Habría que determinar si dichas conductas tendrían que dejar de tratadas como algo distinto al conflicto de interés, o por el contrario incluirlas en esta clasificación y dejar sin efecto ciertos aspectos de sus propios reglamentos, en aras de unificar la regulación nacional.

3.2.- DEBERÁ REGULARSE LA FUNCIÓN DE ASESORÍA DE INVERSIÓN

Un primer aspecto que se le objeta a la regulación bursátil peruana es la descripción poco detallada de la actividad de asesoría de inversión. La función de asesoría para inversiones es el punto de partida para que el inversionista pueda acceder al mercado de valores. De acuerdo a la redacción de nuestras

normas, el inversionista acude necesariamente a un agente de intermediación para poder negociar en el mercado. Es decir, este es el primer contacto del inversionista con el mercado de valores, y de la seguridad y confianza que este agente le brinde dependerá la permanencia del inversionista en el mercado y la difusión que se realice en su entorno más cercano. El agente está obligado a establecer el perfil de riesgo y objetivos de inversión del sujeto, para que las transacciones que el privado realice sean las más adecuadas y coherentes a su condición específica. Por este motivo, si el agente, sus representantes, u otros dependientes, no realizan sus funciones conforme a ley y pretenden satisfacer intereses distintos a los de sus clientes vulnerarían los principios del mercado de valores, como son la transparencia y protección del inversionista. Motivo por el cual los conflictos de interés relacionados a la actividad de asesoría de inversión revisten una particular gravedad.

La descripción de dicha actividad y sus características se encuentran reguladas de forma dispersa y poco profunda en el entramado normativo del mercado. Partiendo por la LMV, que establece deberes de diligencia y transparencia con sus clientes, procurando la primacía del interés de los mismos; y hace referencia a la actividad de asesoría como un tipo de operación, pero sin profundizar más en ella. Por su parte se esperaría que dicha actividad se encuentre descrita en el reglamento de agentes de intermediación, sin embargo, tan solo detalla que el representante naturalmente llamado a realizar esta operación es el Asesor, y en cuanto a su definición nos remite nuevamente a la ley, que como dijimos en un principio no amplía nada más al respecto.

Habrán quienes objeten que las normas jurídicas no tienen que definir necesariamente situaciones que pertenecen al ámbito económico; sin embargo, la propia LMV sistematiza a la asesoría de inversión como una operación, al igual que la compra o venta de valores, administración de cartera, ofertas públicas, entre muchas otras que sí ha descrito y delimitado con mayor precisión. Por lo tanto, en nuestra opinión la actividad de asesoría de inversión debería ser descrita más a profundidad, explicando de manera clara sus límites, para poderse diferenciar en qué casos se habla de una asesoría y en qué otro se trata del mero acto de brindar información, y en qué casos podría

estarse frente a una actuación que genere responsabilidad ante la comisión de un conflicto de interés relacionado a este tópico.

Inclusive, luego de revisar la normativa caemos en cuenta de que en el Perú la actividad de asesoría de inversión se subsume en la clasificación de actividades de intermediación. Con esto nos referimos a que no existe un tratamiento de la misma como una operación independiente, sino que todo nos lleva a pensar que solo existe en función a la inversión específica que realice el cliente. Incluso, en el Anexo Q del reglamento de Agentes de Intermediación (modelo de tarifario de servicios y actividades de intermediación) observamos que en ningún momento se indica a la asesoría de inversión como operación per sé.

Además, en la norma no se hace mención a la forma en que el Asesor percibe su remuneración. Debido a que en nuestro país no se ha regulado una figura similar a la del asesor de inversiones independiente, como sí viene ocurriendo en la comunidad europea, no tendría sentido distinguir entre dependiente e independiente pues el asesor en el Perú al ser un representante del Agente de Intermediación siempre será dependiente. Esto genera cuanto menos una sensación de parcialidad y poca transparencia en la asesoría, pues el asesor percibe su remuneración de una empresa cuyo principal negocio es realizar la mayor cantidad de operaciones.

Sin embargo, en países de Latinoamérica y la comunidad europea, se distingue que existen otras formas de cobro de tarifas¹⁷⁸. En todos los casos siempre es el libre mercado el que determina las tarifas, sin embargo, en países donde existe mayor desarrollo de la actividad, algunos asesores no cobran tarifas a sus clientes, sino retrocesiones de los proveedores finales que ofrecen el producto; otra forma de cobro involucra una tarifa por desempeño, es decir por la ganancia que ha generado la asesoría de inversión; o por ultimo otros utilizan una comisión fija. Por este motivo, resulta relevante para el cliente el conocer la forma en que la sociedad agente retribuye a sus asesores, e incluso

¹⁷⁸LEYVA, Luis & CABALLERO, Gloria. La Protección del Inversor en Iberoamérica. El asesoramiento en materia de inversión. Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. 2013. p. 154 – 156. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/03-Capitulo-3.pdf>

el conocer cuáles son los incentivos y formas en que se evalúa su desempeño, ya que estas medidas de transparencia permiten valorar de mejor manera el grado de independencia e imparcialidad de las recomendaciones. Criterios similares son tomados en cuenta por la legislación comunitaria europea en las normas MiFID II y MiFIR¹⁷⁹ de la mano de ESMA¹⁸⁰, las cuales pretenden mayor transparencia y protección al inversionista.

Del mismo modo, en cuanto al Anexo F del reglamento de la materia (normas para la certificación de conocimientos de los profesionales del mercado de valores), podemos observar que el procedimiento de certificación para todos los representantes de un Agente es el mismo, este se lleva a cabo mediante un examen de idoneidad profesional mediante el cual la entidad certificadora (BVL y universidades de prestigio como la PUCP) evalúa los conocimientos generales y específicos de cada uno de los aspirantes a Representantes.

Algunos países consideran necesario el mantener un sistema de evaluación diferenciado en cuanto a los Asesores, e incluso permiten la función de Asesores independientes, o la existencia de instituciones que exclusivamente desarrollan la función de asesoría. Sin embargo, si bien nuestro país ha optado por otra alternativa la cual ha venido funcionando correctamente, dicha actividad se mantiene en un ámbito siempre parcializado a favor del Agente y sus vinculados, lo cual en nuestra opinión no garantiza la transparencia del mercado.

Tomando en cuenta lo descrito por Mardely Salas y Giovanna Otiniano¹⁸¹ en el Perú existen empresas que brindan el servicio de asesoría de inversión, sin embargo se encuentran fuera del ámbito de regulación de la SMV. Los principios y sanciones descritas en la LMV y otros reglamentos no les alcanzan.

¹⁷⁹ DIRECTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en: http://cnmv.es/portal/MiFIDII_MiFIR/MapaMiFID.aspx

¹⁸⁰ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

¹⁸¹ SALAS, Mardely & OTINIANO, Giovanna. Regular o no regular. El reto que trae el servicio de asesoría financiera. Universidad del Pacífico. 21° Conferencia Anual de la Asociación Latinoamericana e Ibérica de Derecho y Economía (ALACDE). Lima, 2017, p 8-13. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: https://www.up.edu.pe/UP_Landing/alacde2017/papers/38-Regular-noregular-reto-servicio-asesoria-financiera.pdf

Por lo tanto, en sus propias palabras, la decisión de regular esta operación traería ventajas tales como: Reducción de la asimetría informativa y de la “mala praxis”, profesionalización del mercado, favorecer la tutela frente a la falta de idoneidad en la prestación del servicio, e integración de los mercados. Del mismo modo desventajas tales como: Sobrerregulación, incremento de los costos para los privados y el Estado, dificultad de supervisión y posible surgimiento de informales.

Por lo tanto, respecto a la actividad de asesoría de inversión las propuestas a las que arriba esta investigación para fomentar la transparencia del mercado, protección del inversionista y evitar la resolución inadecuada de conflictos de interés son las siguientes:

- En primer lugar, es necesario que esta actividad sea descrita de forma específica, como una operación independiente de las otras operaciones de intermediación financiera, unificando la regulación dispersa y los deberes y obligaciones que nuestras normas ya describen y ampliándolas en lo que resulte pertinente.
- En segundo lugar, al distinguirse esta como una operación en sí misma, deberán establecerse procedimientos de certificación específicos, a fin de permitir que se pueda realizar también de forma independiente, siempre bajo la supervisión de la SMV. Esto podría incluso fomentar la aparición de sociedades que ejerzan específicamente esta actividad, la “formalización” de las empresas ya vienen desarrollándola con anterioridad, e incrementando la competencia y rigurosidad en beneficio del mercado y los inversionistas.
- Por último, deberá obligarse a las sociedades agentes a manifestar la forma en que se retribuye económicamente a sus Asesores, teniendo en cuenta la forma en que evalúan su desempeño, de manera que el cliente pueda formarse una opinión propia respecto a grado de objetividad, independencia e imparcialidad, de las recomendaciones.

3.3.- DEBERÍA INCLUIRSE A LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN LA REGULACIÓN DE OPERACIONES ENTRE VINCULADOS

Por otra parte, uno de los aspectos que más llama la atención en cuanto a los avances que nuestro país ha obtenido en materia de gobierno corporativo es la regulación de las operaciones entre partes vinculadas, también llamadas operaciones intragrupo. La regulación de dicho tópico no es casual, y ocurre que Perú pretende ser parte de la OCDE, y para poder acceder a la misma necesita alcanzar ciertos estándares de gobierno corporativo, entre ellos los referentes a las operaciones intragrupo, de acuerdo al Principio N° 02 inciso F numeral 1 del documento “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20”¹⁸².

En dicho documento se hace referencia a muchos de los criterios que el regulador debe tomar en cuenta para el tratamiento de las operaciones intragrupo. La mayoría de las políticas al respecto han sido tratadas correctamente, como por ejemplo la definición amplia pero precisa de lo que se denominará parte vinculada mediante el reglamento mencionado en los capítulos anteriores, los mínimos y máximos en cuanto a las operaciones que las partes vinculadas pueden realizar entre sí, y el mecanismo que deben ejecutar los órganos de gobierno de las sociedades para la toma de decisiones y control de dichas operaciones.

Es más, respecto a esto último el Perú ha adoptado una de las medidas más estrictas que propone la OCDE, la de someter la operación a votación del directorio sin la participación de los sujetos vinculados, incluyendo la participación de una sociedad de auditoría externa independiente. Para hacerse una idea, lo único más estricto que propone la OCDE es que dichas operaciones sean puestas a votación no por el directorio, sino por la Asamblea o Junta general. Quedando claro que se ha elegido un nivel bastante alto en el control de dichas operaciones.

La regulación de conflictos de interés tan específicos debe ser un camino por el que el regulador debe continuar, convirtiendo paulatinamente normas de

¹⁸² ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y DESARROLLO ECONÓMICOS. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Editorial OCDE, París, 2016, p 26-27. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

gobierno corporativo voluntarias en normas obligatorias. Sin embargo, como mencionamos en el apartado anterior, existe un obstáculo para el cumplimiento real de dicha norma, y es que esta no se aplica a los inversionistas institucionales, en tanto sus acciones con derecho a voto representativas de su capital social se encuentran inscritas en este régimen. Siempre y cuando estas empresas no tengan acciones en el régimen general, no tendrán la obligación de brindar información sobre este tipo de transacciones a la SMV, así como muchos otros deberes que el régimen les dispensa. Justamente estos inversionistas institucionales son las empresas pertenecientes a conglomerados financieros descritas a lo largo de esta investigación.

De acuerdo a los argumentos del regulador, dichos inversionistas no requieren de la protección de la SMV puesto que poseen mayor experiencia, conocimiento y capacidad de negociación, por lo que disminuir los límites y requerimientos legales al mínimo facilita su actuación. En nuestra opinión esto no es un argumento suficiente como para debilitar la transparencia del mercado, más aún la de instituciones que administran no solo capitales propios, sino en su mayoría ajenos. Hay que tener en cuenta que las instituciones financieras, no solamente las supervisadas por SMV sino también las que la SBS supervisa, cumplen en su gran mayoría un rol fiduciario, por lo que la transparencia de su información es un asunto que nos compete a todos, más aún cuando se encuentran tan comprometidas con la estabilidad económica del país.

Bajo la lógica descrita en la exposición de motivos¹⁸³ del literal c) del artículo 51 de la LMV, publicada en el portal web de SMV, las empresas pertenecientes al MAV no se ven afectadas por estas disposiciones puesto que “debido a su tamaño y estructura empresarial requieren ir gradualmente adecuándose a los mayores estándares en términos de gobierno corporativo”, por lo tanto siguiendo la misma línea de pensamiento quien ostenta un mayor tamaño y estructura empresarial debería con mayor razón adecuarse a los estándares

¹⁸³ Marco legal aplicable sobre conflictos de intereses y exposición de motivos sobre las Disposiciones para la aplicación del literal c) del artículo 51 de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por Resolución SMV N° 029-2018-SMV/01 (norma sobre transacciones entre partes vinculadas). Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: <https://www.smv.gob.pe/Uploads/ExposiciondeMotivosDispliteralcart51LMV.pdf>

establecidos en nuestra regulación. Consideramos que los argumentos del regulador para dispensar a los inversionistas institucionales del cumplimiento de esta norma carecen de sentido.

Si bien es cierto que existe información sensible y que no puede hacerse pública respecto a las inversiones o negociaciones entre los inversionistas institucionales, o entre ellos y otras instituciones internacionales, la SMV puede requerirles la información siempre manteniendo la reserva del caso, de forma que puede proteger los intereses de los demás stakeholders no institucionales. Debe tenerse en cuenta que, en el precedente de observancia obligatoria¹⁸⁴ recientemente publicado por las SMV, se les recuerda a las empresas que entre las atribuciones del Superintendente del Mercado de Valores se encuentra la potestad de requerir a las personas jurídicas que ha autorizado la información acerca de las ofertas privadas que ellos realicen o aquellas realizadas por cuenta de los patrimonios bajo su administración, por lo que no es cierto que la LMV y las potestades del Superintendente no alcancen a las ofertas privadas de valores.

De esta manera se evitaría la resolución inadecuada de conflictos de interés relacionados con las actividades fiduciarias en general y los referentes a perjuicios causados a los accionistas minoritarios en dichas empresas. Teniendo en cuenta además que la OCDE establece que el abuso potencial que suponen las operaciones con partes vinculadas es una cuestión esencial en todos los mercados, pero más aún en aquellos en los que la propiedad de las sociedades se encuentra concentrada en grupos empresariales, como es el caso peruano.

3.4.- ES NECESARIO AJUSTAR LA GRAVEDAD DE LAS SANCIONES VINCULADAS A CONFLICTOS DE INTERÉS

Otro aspecto que puede mejorarse en la legislación peruana, es respecto al reglamento de sanciones en el mercado de valores. Por un lado, el reglamento establece como regla general en el Anexo I inciso 1.5 que será considerado

¹⁸⁴ Cfr. PRECEDENTE DE OBSERVANCIA OBLIGATORIA N° 001-2020-SMV. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: https://www.smv.gob.pe/Uploads/Precedente_Obs_Oblig_001-2020_publicado.pdf

como una sanción muy grave realizar cualquier acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado, o que califique como abuso de mercado. Sin embargo, bajo ese criterio algunas de las infracciones consideradas solamente como graves deberían ser parte de las muy graves.

En el Anexo X numeral 2.6 la norma hace referencia a los casos en que los agentes de intermediación prefieren realizar una transacción por cuenta propia, a pesar de existir una solicitud de un comitente sobre el mismo valor en iguales o mejores condiciones, y además el supuesto en que se le da preferencia a un cliente en particular en desmedro de otro cuando existe un conflicto de intereses entre clientes. En cuanto al primer supuesto que nos plantea este artículo, estamos ante un conflicto de interés entre el agente de intermediación y un cliente, lo cual vulnera directamente los deberes de diligencia y lealtad que la propia LMV establece en su artículo 171, puesto que es deber del agente otorgar prioridad absoluta al interés del comitente, además de infringir directamente el inciso “e” del artículo 177 de la LMV. En cuanto al segundo supuesto, el mismo artículo de la ley establece el deber de neutralidad en los conflictos de intereses entre comitentes, siendo un deber que se encuentra establecido además en los sistemas de control interno de todos los agentes de intermediación por mandato imperativo de la ley. Una vulneración tan clara a una norma debería ser objeto de la sanción máxima, más aún cuando genere una afectación de los principios de transparencia y protección del inversionista, los cuales de acuerdo a la redacción de la LMV se reputan como los más importantes.

Del mismo modo, en el Anexo X, en sus apartados 2.19 y 2.27. En el primero de ellos se tipifica como infracción grave el no informar a su cliente que el agente o su vinculado será parte en la operación, vulnerando el principio de transparencia del mercado y resolviendo de forma inadecuada el conflicto de interés, además de que vulnera la norma general de conducta conocida como “información para los clientes” establecida en el artículo 3 inciso “e” del reglamento de agentes de intermediación, la cual es un parámetro mínimo de gobierno corporativo. En cuanto al segundo, se establece como infracción grave el recomendar a sus clientes productos o servicios que no correspondan

a su perfil de inversión. En este último supuesto, existe un conflicto de interés denominado *suitability* el cual describimos en el anterior capítulo, y se vulnera la confianza y transparencia en el mercado, así como la protección del inversionista. Del mismo modo, en las reglas generales establecidas en el artículo 3 del mismo reglamento, en el inciso “d” se establece el deber de tener toda la información de los clientes, incluyendo el principio de gobierno corporativo de “conoce a tu cliente”.

Por lo tanto, consideramos que estos tres supuestos deberían ser considerados como infracciones muy graves, puesto que, al configurar casos de resolución inadecuada de conflictos de interés vulneran los principios rectores del mercado de valores, normas de gobierno corporativo y normas imperativas dictadas por el regulador.

3.5.- LAS RESPUESTAS AL REPORTE SOBRE EL CUMPLIMIENTO DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS NO SON SATISFACTORIAS

Como parte del seguimiento que la SMV realiza al cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo, anualmente obliga a que las empresas listadas en bolsa respondan a un cuestionario llamado “Reporte sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas”. Este reporte es presentado junto al documento “Memoria anual” de cada una de las sociedades con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores y por lo tanto siempre hace referencia al ejercicio que culminó el 31 de diciembre del año calendario anterior a su envío. La metodología aplicada a este reporte es la más difundida en la región, denominada “cumple o explica”. Esto quiere decir que la sociedad responderá a las preguntas marcando con un aspa en el recuadro de “sí” o “no”, y de marcar este último deberá explicar la razón por la cual no ha adoptado el principio al que la pregunta hace referencia, o de ser el caso las acciones que ha tomado al respecto para su adopción parcial. Si la sociedad marca “sí” del mismo modo podrá brindar información respecto a cómo viene cumpliendo con el principio, y más adelante presentará también la documentación de sustento.

Este reporte se encuentra estructurado de acuerdo a los pilares que componen el gobierno corporativo:¹⁸⁵

- I. Derechos de los accionistas.
- II. Junta general de accionistas.
- III. Directorio y alta gerencia.
- IV. Riesgo y cumplimiento.
- V. Transparencia de la información.

Debido a la coyuntura actual y la crisis mundial provocada por la pandemia de Covid 19, la fecha límite de entrega de las Memorias anuales (y por lo tanto el reporte antes mencionado) ha sido pospuesto por lo que actualmente solo se cuenta con el reporte del año 2018 y de los años anteriores. Por lo tanto, debe tenerse en cuenta que los aspectos a comentar a continuación pueden tener naturalmente cierto desfase.

Respecto a la problemática desarrollada en la presente investigación son de nuestra incumbencia las preguntas pertenecientes al Pilar III, más específicamente las III.15 y III.16.a del Principio N° 22: Código de Ética y conflictos de interés.

III.15. ¿La sociedad adopta medidas para prevenir, detectar, manejar y revelar conflictos de interés que puedan presentarse?

Como sería lógico, para responder a esta pregunta habría que explicar el cumplimiento de los 4 verbos rectores prevenir, detectar, manejar y revelar. Sin embargo, a priori las empresas del sector financiero en general responden a esta pregunta de forma positiva, puesto que los conglomerados financieros a los que pertenecen cuentan con un código de ética estándar para todo el grupo, aplicable no solo para la normativa de nuestro país, sino que también para la mayoría de las bolsas en las que sus empresas listan. De acuerdo a los organismos internacionales en materia de banca y valores, se busca que las regulaciones en materia de Gobierno Corporativo sean lo más similares

¹⁸⁵ Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://www.bvl.com.pe/ipgc/Codigo_de_BGC_para_las_sociedades_peruanas.pdf

posibles a fin de facilitar las negociaciones internacionales. Claro está que cada país con la independencia y soberanía que le caracteriza puede establecer ciertos criterios diferenciadores y propios de su realidad nacional.

Cuando analizamos los documentos sustentatorios, es decir el código de ética o el documento que de acuerdo al tipo de sociedad haga sus veces, nos encontramos con que las medidas que plantea para prevenir los conflictos de interés son exactamente los mismos que menciona la LMV en el artículo 16 A, que se comportan con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, que su forma de organización busca reducir al mínimo los riesgos de conflicto de interés, que en situación de conflicto dan prioridad a los intereses de sus clientes sin privilegiar a ninguno de ellos, y que cuidan los intereses de sus clientes como si fueran propios.

Del mismo modo repiten todo sobre el deber de diligencia y lealtad contenido en el artículo 171 de la ley, que además de obligar a los agentes de intermediación a otorgar prioridad absoluta al interés de su comitente, establece que ante un conflicto entre comitentes el agente debe mantener neutralidad.

Los agentes de intermediación, además incluyen las consideraciones detalladas en los artículos 3, 32, 72 y 75 y el anexo A del Reglamento de Agentes de Intermediación, el cual no profundiza mucho más de lo que la ley ya ha establecido, y como es de esperarse también requiere que la empresa indique con claridad el mecanismo que se emplea para detectar el conflicto.

La simple repetición de todo aquello a lo que obligan las normas antes mencionadas no es una respuesta satisfactoria a lo que la pregunta solicita. Hace falta que se expliquen los mecanismos específicos que las empresas utilizan para lidiar con los conflictos de interés, como por ejemplo cual es el órgano encargado de evaluar los casos, quien es el responsable de la detección de los conflictos a nivel de clientes, de representantes o trabajadores, o incluso a nivel del directorio y alta gerencia. Del mismo modo, una vez detectado el conflicto el manejo es tema aparte que requeriría de todo un protocolo; y por último algo menos probable es que se indiquen mecanismos de revelación de los mismos. No es coincidencia que se encuentre tan poca

información respecto a casuística de conflictos de interés ocurridos en este tipo de empresas, y que los pocos casos que se conocen salgan a la luz a partir de denuncias o inspecciones del organismo regulador.

Lógicamente esto se debe a que los mínimos que establecen las normas son demasiado amplios y genéricos, por lo que no se logran ajustar a los casos concretos de conflicto de interés. La clasificación de conflicto queda reducida a aquello que el privado interpreta de las normas. Hace mucha falta que se profundice en la definición y clasificación de los mismos, pues un panorama general de las normas nos muestra intentos de clasificar los conflictos, a veces mediante ejemplos, otras mediante la descripción de algunos conflictos específicos (como en el caso de las operaciones intragrupo), pero que no logran aclarar el tema, y solo consiguen complicar su aplicación práctica.

En cuanto a la segunda pregunta, solo tenemos más de lo mismo.

III. 16.a. ¿La sociedad cuenta con un Código de Ética () cuyo cumplimiento es exigible a sus Directores, gerentes, funcionarios y demás colaboradores (**) de la sociedad, el cual comprende criterios éticos y de responsabilidad profesional, incluyendo el manejo de potenciales casos de conflictos de interés?*

Nos preguntamos, ¿Cuáles son esos potenciales casos de conflicto de interés?

Solo a modo de ejemplo hemos tomado la respuesta del Grupo Diviso SA¹⁸⁶, conglomerado financiero peruano que cuenta con 15 años de trayectoria.

Como se aprecia de su respuesta, resumiendo lo que establecen las normas de forma general este grupo empresarial ha clasificado los conflictos de la siguiente forma:

4.2. TITULO III: CONFLICTO DE INTERESES

Artículo 9.- La participación de la Sociedad y las personas sujetas en el mercado de valores puede conllevar a que se generen conflictos de interés:

- *Entre los propios clientes de la Sociedad.*
- *Entre los clientes y la Sociedad.*
- *Entre los clientes y las personas sujetas, y*

¹⁸⁶ CODIGO DE ETICA. DIVISO GRUPO FINANCIERO, 2019, p 13. Ubicado el [16. VI. 2020].
Obtenido en: <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={C0E9246F-0000-CA18-8CEE-1DBC72342FB}>

- Entre las personas sujetas y la Sociedad.

Artículo 10.- ACTUACIONES EN CASOS DE CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE LOS PROPIOS CLIENTES En caso suceda, los clientes involucrados deberán evitarse, y si éstos no se pueden impedir, se deberá mantener neutralidad y no conceder privilegios a ninguno de ellos. En ningún caso se estimulará la realización de una operación por un cliente para beneficiar a otro, salvo que ambos conozcan sus diferentes posiciones y acepten expresamente realizar la operación, debiendo quedar constancia de dicha aceptación.

Artículo 11.- ACTUACIONES EN CASOS DE CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE LOS CLIENTES Y LAS PERSONAS SUJETAS O LA SOCIEDAD En este caso se deberá dar siempre prioridad a los intereses de los clientes. Ninguna persona sujeta podrá aceptar personalmente compromisos fiduciarios, mandatos o poderes de clientes, salvo los resultantes de relaciones familiares. Se procurará evitar la relación de exclusividad con un cliente que pueda dar lugar a una vinculación personal excesiva o restringir el acceso del mismo a otros colaboradores o canales de la Sociedad.

Artículo 12.- ACTUACIONES EN CASOS DE CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE LAS PERSONAS SUJETAS Y LA EMPRESA Se esperará siempre que las personas sujetas actúen con lealtad ante la Sociedad, anteponiendo el interés de ésta a sus intereses particulares. Las personas sujetas se abstendrán en funciones de representación de la Sociedad, o en la toma de decisiones o votación dentro de la misma, en las situaciones que estén vinculadas o relacionadas de alguna forma con sus intereses particulares o familiares.

Esta clasificación podría ser válida, sin embargo, también podría estar excluyendo algunos otros casos que el regulador considere como conflicto de interés, ya que como pudimos notar en la clasificación colombiana existen casos en los que el conflicto ocurre entre la utilidad de una operación y la transparencia del mercado, y no queda claro si el regulador peruano se adscribe o no a dicha corriente. La conclusión por lo tanto es que para mejorar la regulación y control de este tópico es necesaria la definición y descripción de ciertos supuestos de conflicto de interés, y a partir de esto incrementar la información que mínimamente las empresas deberían contestar a dichas interrogantes en los próximos años. No se puede responder con claridad si el marco legal no es claro, es como navegar a la deriva.

3.6.- SOBRE LA CREACIÓN DE UN REGISTRO DIFERENCIADO DE CONFLICTOS DE INTERÉS

Por último, nos planteamos que si bien la BVL y la SMV en sus páginas web individuales llevan un listado de todas las sanciones impuestas a las empresas que incumplen la normativa del mercado de valores ¿Por qué no del mismo modo se plantea llevar un registro o listado diferenciado de supuestos de mala resolución de conflictos de interés?

Como se ha comentado anteriormente, en las webs antes mencionas se lleva un control de las sanciones impuestas a las empresas con valores inscritos, que además de indicar el nombre de la sociedad, una breve sumilla de la infracción y el monto a la que asciende (de no ser una mera amonestación), incluye un enlace directo a la resolución de sanción en primera y segunda instancia de ser el caso. Sin embargo, entre la multitud de sanciones leves y moderadas es difícil ubicar casos de conflicto de interés, que como se demostró en capítulos anteriores han ocurrido; y que además los mismos en algunos casos se encuentran con los enlaces hacia las resoluciones caídos, rotos o no disponibles, lo cual dificulta muchísimo el acceso a esta información perjudicando la transparencia de la información.

Por este motivo, y por ser justamente un tema relevante y de interés para toda la comunidad y los *stakeholders* es que planteamos la iniciativa de mantener un control separado de los supuestos de mala resolución de conflictos de interés. Esto a nuestro parecer no supondría un reto complicado o costoso para el regulador, puesto que la información completa se encuentra a disposición de la SMV, y solo supondría una labor recopilatoria y de sistematización. Una vez identificados los casos ocurridos en el pasado, solo restaría agregar los casos que puedan ocurrir posteriormente. Esta medida supondría un pequeño cambio, pero un interesante beneficio para el mercado nacional que incluso podría tener un componente disuasivo, pues incrementaría la visibilidad y potencial perjuicio reputacional de quienes incidan en este tipo de conductas.

CONCLUSIONES

- El mercado de valores es aquel mediante el que un agente superavitario asume el riesgo de las transacciones que realiza al negociar directamente activos financieros con los agentes deficitarios. En el Perú este mercado se edifica sobre la base de ciertos principios que engloban los ideales que pretende alcanzar el regulador: Promover el desarrollo ordenado y transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección al inversionista. Desde la perspectiva de las empresas el mercado de valores es una oportunidad de financiamiento más segura que el crédito bancario tradicional, pues este último expone su capital. En este mercado desempeñan un papel crucial las entidades financieras que permiten la correcta asignación de transacciones y la negociación ordenada de valores. Dichas empresas, ya sean nacionales o extranjeras, se organizan en grupos empresariales denominados conglomerados financieros, los cuales proveen servicios en al menos dos sectores ya sea banca, valores o seguros y además controlan empresas del sector real.
- La regulación prudencial supone un ejercicio preventivo mediante el cual el regulador emite normas dirigidas a la disminución del riesgo acompañadas de prácticas de supervisión. Por otro lado, la autorregulación propone una gobernabilidad o administración colectiva mediante la cual una organización privada regule el comportamiento de aquellos sujetos miembros que aceptan su autoridad mediante acuerdos. En cuanto a la desregulación, no pretende referirse a la

anomia, sino más bien a la eliminación de normas que devienen en innecesarias, invasivas o intervencionistas orientando al mercado a un escenario que confíe y promueva la libre competencia como motor de la conducta de los privados. Hablamos de riesgo de conflicto de interés, cuando en una operación un agente que está en una posición de confianza o fiduciaria presenta uno o más intereses opuestos a los de su contraparte, pudiendo favorecerlo o perjudicarlo, o incluso afectar intereses de terceros no involucrados en la operación o valores más difusos como la propia transparencia del mercado. El riesgo reputacional se manifiesta en un cambio negativo en la percepción de los *stakeholders* ante una mala resolución de conflictos, generando desconfianza y pérdida de credibilidad, afectando directamente los negocios fiduciarios de las instituciones financieras que conforman el conglomerado con un potencial efecto sistémico.

- De acuerdo a los estándares internacionales en materia de valores, el regulador peruano ha tomado en cuenta muchas de las recomendaciones respecto de la regulación de conflictos de interés: la separación legal de actividades, los impedimentos en la estructura operacional, el *disclosure*, herramientas reputacionales, herramientas de control interno como las murallas de información, normas internas de conducta, políticas de incentivos a los representantes, auditoría interna, y la abstención voluntaria; así como los mecanismos más comunes como la supervisión directa y la posibilidad de obtener tutela. Por lo que, teniendo en cuenta el marco legal vigente y la realidad económica del mercado de valores local, hemos arribado a un conjunto de propuestas de mejora descritas en el capítulo final de la presente investigación, que deberán tomarse en cuenta para asegurar el desarrollo ordenado y transparente del mercado de valores, así como la protección al inversionista.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

LIBROS

1. BULLARD, Alfredo. Derecho y Economía. El Análisis económico de las instituciones legales. Editorial Palestra, Lima, 2009.
2. CAPELLA, Juan Ramón. Fruta prohibida: Una aproximación histórica-teórica al estudio del derecho y del Estado. Madrid, Editorial Trotta, 2008.
3. CASTILLA, M.: *Regulación y competencia en los mercados de valores*, Madrid, Editorial Civitas, 2001.
4. DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. Contenido del Derecho mercantil moderno. Revista Estudios Privados, N° 2, Lima, 1997.
5. Diccionario Espasa. Economía y negocios, Arthur Andersen y Espasa Calpe, Madrid, 1997.
6. DUQUE, J.F. Problemas de aplicación del Derecho. Uniones de empresas, desarrollo económico y función del jurista (III). Universidad de Salamanca-Facultad de Derecho, 1965.
7. ECHAIZ MORENO, Daniel. Instituciones de Derecho Empresarial. Lima, Asociación Peruana de Ciencias Jurídicas y Conciliación –APECC, 2010.
8. EMBID IRUJO, José Miguel. Los grupos de sociedades en la Comunidad Económica Europea. Cuadernos de Derecho y Comercio N° 5, 1989.

9. GARRIDO, José María. La regulación de los mercados financieros en Inglaterra», *RDBB*, número 39, 1990.
10. GIRGADO PERANDONES, Pablo. La Empresa de Grupo y el Derecho de Sociedades. Editorial Comares, 2001.
11. GUARNIZ IZQUIERDO, Reynaldo Antonio. EL CINISMO Y EL GOBIERNO CORPORATIVO. REVISTA IUS ET VERITAS N° 54, 2017.
12. HUNDSKOFF EXEBIO, Oswaldo. Empresa y sociedad ¿Por qué grupos de empresas en lugar de grupos de sociedades?, Informativo Legal Rodrigo, Vol. 152, Lima, 1999.
13. HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. Regulación jurídica de los grupos de empresas. Informativo Legal Rodrigo, Vol. 149, Lima, 1998.
14. JIMENEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOS, Antonio. *Mercado de Valores*. Editorial Iustel, España, 2009.
15. LLEMBOT MAJÓ, José Oriol. Grupos de entidades de Crédito. Editorial Civitas, 1993.
16. LÓPEZ-ALIAGA C, Rafael y SOUZA DEBARBIERI, Lorenzo. La intermediación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú. En: Derecho y Sociedad Año VIII número 12, [2001].
17. LÓPEZ PRIETO, Sandra Milena, Expansión internacional de los conglomerados financieros colombianos: retos para la supervisión. Revista de Derecho Privado N° 50 - ISSN 1909-7794 - Julio - diciembre de 2013.
18. MADURA, Jeff. Mercados e Instituciones Financieras. México D.F., Internacional Thomson Editores 2001.
19. MARCILLA CORDOBA, Gema. Desregulación, Estado Social y Proceso de Globalización. Castilla- España, Editorial DOXA, ISSN: 0214-8676 2005.
20. MORALES ACOSTA, Alonso. Los grupos de sociedades. Revista Peruana de Derecho de la Empresa, N° 44, Lima, 1994.

21. OSSORIO Y FLORIT, Manuel, Diccionario de ciencias jurídicas, políticas y sociales. Editorial Heliasta, Buenos Aires, 1979.
22. REGGIARDO DENEGRÍ, Aldo. Apuntes en torno a la intermediación bursátil, el contrato de comisión mercantil y su relación con los intermediarios bursátiles. Revista THEMIS N° 40, Perú, 2000.
23. ROCCA CARBAJAL, Lilian. El mercado de valores en fácil, 1ª ed., Lima, Fondo Editorial de la PUCP, 2017.
24. RODRIGUEZ CAIRO, Vladimir. Principios Generales del Régimen Económico de la Constitución Política del Perú. Quipukamayoc Revista de la Facultad de Ciencias Contables UNMSM, ISSN: 1609-8196, Vol. 24 N.º 45, 2016.
25. ROJO FERNANDEZ RIOS, Ángel José. Actividad económica pública y actividad económica privada en la Constitución española. Revista de derecho mercantil, ISSN 0210-0797, N° 169-170, 1983.
26. RONCERO SÁNCHEZ, Antonio. Representación del accionista en la junta general de la sociedad anónima. Madrid, Editorial McGraw Hill, 1996.
27. SALINAS ADELANTADO, C. Desregulación y neo regulación en el mercado de valores», *RDM*, número 224, 1997.
28. SIESQUEROS, José Luis. El arbitraje, marco normativo, tipos de arbitraje, compromiso arbitral y cláusula compromisoria. Pauta, México. 2000.
29. SIGNES DE MESA, Juan. Derecho de competencia. Editorial Aranzadi. Pamplona. 2013.
30. SORIANO GARCÍA, José Eugenio. Desregulación, privatización y Derecho Administrativo. Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia – España, 1993.
31. STEWART BALBUENA, Alberto. Aspectos generales de la contratación en el sistema financiero, en Homenaje a Carlos Rodríguez Pastor. Lima, Editorial: Cultural Cuzco, 1992.

32. TERRADILLOS ORMAETXEA, Edurne. Los grupos de empresas ante la jurisprudencia social española. Valencia, Editorial Tirant Lo Blanch, 2000.
33. PAOLANTONIO, Martín. El Derecho del Mercado de Capitales. Universidad de Buenos Aires, 2010.
34. PAREJA PALOMINO, Julio; VALVERDE CASAS, Nicolás; ISLA RODRIGUEZ, Paulo César. Hechos de Importancia: Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01. Revista IUS ET VERITAS N° 48, Perú, 2014.
35. TORRES MENDEZ, Miguel. LA CONTRATACION DEL MERCADO DE VALORES. Editorial GRIJLEY, Lima, 2012.

RECURSOS VIRTUALES

36. AGUIRRE SORIANO, David Andrés. Aspectos jurídicos sobre el rol de la fiducia en el mercado de capitales. Editorial Panorama, 2013. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://journal.poligran.edu.co/index.php/panorama/article/viewFile/373/351>
37. ARATA DELGADO, Carlos Enrique. CONASEV y protección al inversionista: limites en el rol del regulador. Revista IUS ET VERITAS N° 39, 2009. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/issue/view/1096>
38. ARIAS, Leonel. Expansión internacional: ventajas, amenazas y retos. En: Istmo, liderazgo con valores [en línea]. Edición 295, Sección Alta Dirección. [Consultado 15 de octubre 2017]. Disponible en: http://dim-id.com/clientes/istmo/istmo.mx/2008/03/expansion_internacionalVentajas_amenazas_y_retos/index.html
39. ARRIAGADA MORALES, Gustavo. Conglomerados financieros y supervisión consolidada: La experiencia en Chile. Superintendencia de Bancos e instituciones financieras de Chile, 2005. Obtenido de: www.sbif.cl/sbifweb/internet/docs/cv_gam.pdf

40. ARROYO RODRÍGUEZ, Antonio & VAQUERO LAFUENTE, Esther. La ética en el uso de la información privilegiada. Universidad Pontificia Comillas, Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, Nº 64, Madrid, 2005. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://revistas.upcomillas.es/index.php/revistaicade/article/viewFile/6490/6300>
41. Artículo periodístico de Andina. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://andina.pe/agencia/noticia-fondos-mutuos-rinden-hasta-3036-dolares-y-2685-soles-2017-694930.aspx>
42. ASOCIACIÓN DE SUPERVISORES BANCARIOS DE LAS AMÉRICAS. Guía de buenas prácticas y recomendaciones para la regulación y supervisión de conglomerados financieros, 2010. Obtenido de: <http://www.asbasupervision.com/es/bibl/i-publicaciones-asba/i-2-otros-reportes/780-orep06-1>
43. BASCUÑÁN, Antonio. Posesión, uso y explotación de la información privilegiada como elementos del insider trading en el derecho comparado del mercado de valores. Revista Electrónica Política Criminal, Universidad de Talca, Vol. 12, Nº 23. Chile, 2017. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.politicacriminal.cl/Vol_12/n_23/Vol12N23A13.pdf
44. CALVO, Patrici. Ética empresarial, responsabilidad social y bienes comunicativos. Tópicos, Revista de Filosofía 47, Universitat Jaume I de Castellon, 2014. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.scielo.org.mx/pdf/trf/n47/n47a8.pdf>
45. CARDENAS GARZON, Viviana Carolina. Análisis de las condiciones bajo las cuales se produce un abuso de posición de dominio por ventas atadas y sus posibles justificaciones. Revista de Derecho, No. 26, ISSN 1390-2466. Quito. 2016. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/5807/1/08-TC-Cardenas.pdf>
46. COELLO MARTINEZ, Adrián Manuel. Fondos Mutuos. Actualidad empresarial Nº 333, Perú, 2015. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

- http://aempresarial.com/servicios/revista/333_9_IXUJLCCKNLKDCLEDZ_QXIDFFVBOJWKMDTKXCVZEFMQQQSBVWAMU.pdf
47. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ciberseguridad en las infraestructuras de los mercados. CNMV Barcelona, 2017, p. 11-12. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Ciberseguridad/Ciberseguridad Infraestructuras Mercados.pdf>
 48. CUENCA MIRANDA, José Manuel. Autorregulación y mercados financieros. Revistas ICE, Sistema Financiero: Novedades y tendencias, N° 801, 2002. Obtenido de: <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/4047>
 49. CULEBRO, Jorge & GONZÁLEZ, Christian. Regulación y evolución de organismos reguladores en telecomunicaciones. El caso de México y Francia. 2013. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.scielo.org.mx/pdf/gpp/v22n1/v22n1a2.pdf>
 50. DARNACULLETA GARDELA, María Merce. Derecho Administrativo y autorregulación: la autorregulación regulada. Universitat de Girona, 2003, ISBN: 84-688-4870-0. Obtenido de <https://dugi-doc.udg.edu/bitstream/handle/10256/4787/tmdg.pdf?sequence=12&isAllowed=y>
 51. DE BERGIA, Francisco. LA LEY GLASS-STEAGALL: ORIGEN, APLICACIÓN Y DEROGACIÓN. Madrid, 2014. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/209/1/TFG000075.pdf>
 52. DIAGNÓSTICO DE APOYO PARA EL DESARROLLO DE UNA HOJA DE RUTA DEL MERCADO DE VALORES DE CARA AL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR CORPORATIVO. Ubicado el [17. II. 2020]. Obtenido en: https://www.smv.gob.pe/Uploads/Peru-Diagnostico_del_MV-VF_aprobada.pdf

53. DÍAZ TINOCO, Jaime. *El mercado de valores en México*. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en <http://vlex.com/source/mercado-de-valores-en-mexico-20300>

54. ECHEVARRIA WARTENBERG, Daniel. El régimen de conglomerados financieros en Colombia: Recomendaciones para aplicación de mejores prácticas internacionales. Colombia, Monografías FELABAN, 2016. Obtenido de: http://www.felaban.net/documentos_interes.php

55. FLORES POLO, Pedro. ¿Es necesaria una nueva Ley General de Sociedades?, Revista Jurídica del Instituto Peruano de Estudios Forenses, N°3, Lima 1995. Obtenido de: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/download/15449/15901>.

56. GARCÍA, María Paz. Responsabilidad social empresarial y autorregulación. Los códigos de conducta y las fuentes del derecho. Boletín del Ministerio de justicia, España, 2012. ISSN: 1989-4767 Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3913887.pdf>

57. GRAS-GIL, Ester; MARÍN-HERNÁNDEZ, Salvador y GARCÍA-PÉREZ DE LEMAC, Domingo. Auditoría interna y deficiencias de la información financiera en el sector bancario español. Revista de contabilidad ELSEVIER. España, 2015. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1138489114000302>

58. GUERRA, José. El Riesgo Moral en las Organizaciones. Revista empresarial, 2017. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://revistaempresarial.com/salud/salud-ocupacional/riesgo-moral-organizaciones/>

59. HOPT, Klaus. *Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional*. Revista IUS ET VERITAS N°45, 2012. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/11992>

60. HUANG H. Peter, citado por TORRES PEREZ, Narghis. Regulando por estándares: El estándar del inversionista razonable en el Mercado de Valores. Revista Themis N° 54, 2007. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5110698.pdf>
61. Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. El Gobierno Corporativo en Iberoamérica. Estudio del año 2015. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.iimv.org/estudios/estudio-sobre-gobierno-corporativo-en-iberoamerica/>
62. IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>
63. JENNINGS, John. COMPARING THE US AND EU MICROSOFT ANTITRUST PROSECUTIONS: HOW LEVEL IS THE PLAYING FIELD?. <http://www.eler.org/include/getdoc.php?id=70&article=16&mode=pdf>
64. LARRAIN, Christian. Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta. Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Serie Financiamiento del Desarrollo. Julio, 1996, vol. 37. Obtenido de: http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/5239/S9600015_es.pdf?sequence=1
65. LAZARO, Angelo. La función extrafiscal del tributo y el análisis económico del derecho. Universidad del Pacífico. 21° Conferencia Anual de la Asociación Latinoamericana e Ibérica de Derecho y Economía (ALACDE). Lima, 2017. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: https://www.up.edu.pe/UP_Landing/alcacde2017/papers/28-Lafuncion-extrafiscal-tributo-analisis-economico.pdf
66. LAZEN, Vicente y EGUILUZ Cristián. CONFLICTOS DE INTERES EN SERVICIOS FINANCIEROS: TAXONOMIA Y MECANISMOS DE CONTROL REGULATORIO. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, Documento de trabajo N°6, diciembre de 2006. Obtenido de: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/3891/>

67. LEYVA, Luis & CABALLERO, Gloria. La Protección del Inversor en Iberoamérica. El asesoramiento en materia de inversión. Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. 2013. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/03-Capitulo-3.pdf>

68. LOPEZ, Adriana Lucía. INTRODUCCION A LA REGULACIÓN DE VALORES EN LOS ESTADOS UNIDOS. Revista E-MERCATORIA, 2008. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1493246_code1327823.pdf?abstractid=1493246&mirid=1&type=2

69. MARTÍNEZ, Juan José. *Los objetivos de la regulación del mercado de valores en la legislación nacional: Análisis Crítico*. Revista THEMIS, Revista de derecho N° 47, 2003. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://themis.pe/revista-themis/themis-47-libre-competencia/>

70. MENDOZA, Elker. FIDEICOMISO MERCANTIL. CONCEPTO Y BREVES ANTECEDENTES HISTÓRICOS. Revista Jurídica de la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil. 2011. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://www.revistajuridicaonline.com/wp-content/uploads/2011/12/30_235_a_270_fideicomiso.pdf

71. MONROY ANTÓN, Antonio & CASTILLO GIRÓN, Víctor Manuel. EL DELITO DE ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y LA DIFICULTAD DE LA PRUEBA. Revista Internacional del Mundo Económico y del Derecho Volumen XII. 2016. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.revistainternacionaldelmundoeconomicoydelderecho.net/wp-content/uploads/RIMED-Castillo-y-Monroy-informaci%C3%B3n-privilegiada.pdf>

72. OCDE. Gobierno Corporativo en América Latina. IMPORTANCIA PARA LAS EMPRESAS DE PROPIEDAD ESTATAL. SERIE POLÍTICAS PÚBLICAS Y TRANSFORMACIÓN PRODUCTIVA N° 6 / 2012. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

<http://www.oecd.org/daf/ca/secondmeetinglatinamericasoenetworkcafwhitpapersspanish.pdf>

73. OCDE. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Editorial OCDE, Paris, 2016, p 26-27. Ubicado el [16. VI. 2020].
Obtenido en: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

74. Oficina Antifrau de Cataluña. La gestión de los conflictos de interés en el sector público de Cataluña. Colección Testimoni Parlamentis 39, octubre de 2016, p.15. Obtenido de:
<http://www.nogracias.org/2019/01/14/politicas-conflictos-interes-introduccion-teorica/?print=pdf>

75. PAUCAR AGUIRRE, Phol Edward. PROTECCION AL INVERSIONISTA: NI TAN CERCA QUE QUEME AL SANTO NI TAN LEJOS QUE NO LO ALUMBRE. Escuela de Posgrado de la PUCP. Perú. 2014. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/123456789/5503/PAUCAR_AGUIRRE_PHOL_PROTECCION_INVERSIONISTA.pdf?sequence=1

76. PAYET, José Antonio. FUSIONES, ADQUISICIONES Y LA INFORMACION EN EL MERCADO DE VALORES. THEMIS 54. 2007. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en:
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8877/9281>

77. PERALTA RUPAY, Alejandro. Inversiones en fondos mutuos. Actualidad empresarial N° 193, Perú, 2009. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
http://aempresarial.com/servicios/revista/193_9_RDQGGZNLUUUOVWPU_BNQRWSWKAPAVFKWECZUIYHUTCPIYLYSNLJE.pdf

78. PRINCIPIOS DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
http://www.bvl.com.pe/descarga/principios_buen_gobierno.pdf

79. PURROY, Miguel. Ética, gobierno corporativo y responsabilidad social en las empresas. Cuadernos Unimetanos N° 12, 2007. Ubicado el [30. V.

- 2018]. Obtenido en:
<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3997855.pdf>
80. RESTREPO LONDOÑO, Iván Darío. DUE Diligence Financiera, una forma para garantizar la toma eficiente de decisiones en la adquisición de empresas. Universidad Pontificia Bolivariana, El Cuaderno Ciencias Estratégicas Vol. 2, N° 4, Colombia, 2008, p. 263-277. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2991251.pdf>
81. RICRA MILLA, Mariela Melissa. ACTUALIDAD EMPRESARIAL N° 279 Segunda Quincena de mayo 2013. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
http://aempresarial.com/servicios/revista/279_9_NOACLIXZKLIOHPJDP_EGQXXHPKCOFPCZDQAFCIDCSOKHVAQZPVF.pdf
82. RODRIGUEZ GARCIA, Gustavo M. *¿Asimetría informativa o desigualdad de mercado?: apuntes sobre el verdadero rol de la protección del inversionista*. Revista Foro Jurídico N° 8, PUCP, 2008. Obtenido en:
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/forojuridico/article/view/18500>
83. RODRIGUEZ FERNANDEZ, Maximiliano. Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano. Revista E- Mercatoria, vol. 13 N° 2, julio- diciembre, 2014. Obtenido de: <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/4047/4847>.
84. RODRIGUEZ ROMAN, Karem. Sistema Financiero peruano. Actualidad Empresarial N° 265 – Segunda quincena de octubre 2012. Obtenido de: http://aempresarial.com/servicios/revista/265_9_KLHHWEYODZXIJWLU_QCGUXCBKSZOMAEPLPXSMBRAFRXNBTZVJCB.pdf.
85. RODRIGUEZ, Sergio. La disciplina de mercado en Basilea II. Revista CON-TEXTO, Universidad Externado de Colombia, 2004. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en:

<https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/contexto/article/view/1897/1690>

86. SALAS, Mardely & OTINIANO, Giovanna. Regular o no regular. El reto que trae el servicio de asesoría financiera. Universidad del Pacífico. 21° Conferencia Anual de la Asociación Latinoamericana e Ibérica de Derecho y Economía (ALACDE). Lima, 2017. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: https://www.up.edu.pe/UP_Landing/alcade2017/papers/38-Regular-noregular-reto-servicio-asesoria-financiera.pdf
87. SALINAS RIVAS, Sergio. Fondos mutuos, información asimétrica y regulación de mercados: un enfoque de costos de transacción. Revista Themis N° 33, 1996. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11866/12435>
88. SANCHEZ-JUNCO, Javier; PEÑA, Luis Miguel y CARDONA, Juan. INTEGRIDAD Y REPUTACIÓN. España 2016. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <https://www.desarrollando-ideas.com/wp-content/uploads/sites/5/2016/03/integridad-reputacion.pdf>
89. SHAGUN, Luis. ¿Cuál es la relevancia de la tecnología en el mercado de valores? Forbes México, 2017. Ubicado el [04. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://www.forbes.com.mx/cual-es-la-relevancia-de-la-tecnologia-en-el-mercado-de-valores/#:~:text=En%20el%20mercado%20burs%C3%A1til%20la,transacciones%20por%20segundo%20cada%20d%C3%ADa.&text=A%20nivel%20global%2C%20la%20tecnolog%C3%ADa,papel%20cada%20vez%20m%C3%A1s%20relevante.>
90. SILVA VALDIVIESO, Francisco. Aspectos conceptuales de la regulación y supervisión de conglomerados financieros. Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, RIMV N° 32/2011, 2011. Obtenido de: <http://www.rimv.org/es/descargar/600/art>.
91. TARAZONA, Gustavo. Goodwill y Badwill en las combinaciones empresariales y el impuesto sobre la renta. Revista 52, 2012. Ubicado el

- [30. V. 2020]. Obtenido en:
http://www.ipdt.org/uploads/docs/6_02_Rev52_GTO.pdf
92. TASSANO, Hebert. Los Organismos Reguladores de Servicios Públicos. Pontificia Universidad Católica del Perú Circulo de Derecho Administrativo. 2008. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoadministrativo/article/viewFile/14527/15137>
93. TORRADO, Jorge. El Uso Indebido De Información Privilegiada En El Mercado De Valores Colombiano A La Luz De La Experiencia Estadounidense. Universidad de Los Andes Revista de Derecho Privado, núm. 39. Bogotá, 2008. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
<http://www.redalyc.org/pdf/3600/360033187004.pdf>
94. USTARIS GONZALEZ, Luis Humberto. El Comité de Basilea y la Supervisión Bancaria. Bogotá, Editorial Pontificia Universidad Javeriana, Revista VNIVERSITAS JURIDICA, vol. 52, N° 105, 2003. Obtenido de:
<http://revistas.javeriana.edu.co/index.php/vnijuri/article/view/14855/11995>
95. VALER, Elar. Tratamiento tributario del goodwill. Actualidad Empresarial N° 267, 2012. Ubicado el [30. V. 2020]. Obtenido en:
<https://studylib.es/doc/5562580/i-tratamiento-tributario-del-goodwill>
96. VIDAL RAMIREZ, Fernando. *El marco Jurídico del Mercado de Valores*. Revista THEMIS N° 40, Perú, 2000. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/download/10100/10537>
97. ZABLOTSKY, Edgardo E. *Eficiencia del Mercado de Capitales. Una ilustración*. Universidad del CEMA, Buenos Aires, 2001. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
<https://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/194.pdf>
98. ZUNZUNEGUI, Alejandro. ¿Qué son las Murallas Chinas? Revista de Derecho Financiero. 2006. Ubicado el [30. V. 2020]. Obtenido en:

<https://rdmf.files.wordpress.com/2006/12/que-son-las-murallas-chinas.pdf>

NORMAS

99. CIRCULAR SB/482/04 (dic. 2004) artículo 5º, de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia. Ubicado el [30. V. 2018].
Obtenido en: <http://servdmzw.asfi.gob.bo/circular/circulares/482.pdf>

100. Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
https://www.bvl.com.pe/ipgc/Codigo_de_BGC_para_las_sociedades_peruanas.pdf

101. Decreto Legislativo N° 00862-1996. LEY DE FONDOS DE INVERSION Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS. Ubicado el [30. V. 2018].
Obtenido en:
http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600862&CTEXTO=

102. Decreto 2555 de 2010 de la Superintendencia Financiera de Colombia Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
<https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile1010039&downloadname=decretounicoajustadosfc2018.pdf>

103. DIRECTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE Ubicado el [26. VIII. 2020].
Obtenido en: http://cnmv.es/portal/MiFIDII_MiFIR/MapaMiFID.aspx

104. Directiva 001-2002. Integridad, Transparencia y Seguridad en el Mercado de Valores. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DIR0000200200001&CTEXTO=

105. Estatuto de la Bolsa de Valores de Lima, artículo tercero. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.bvl.com.pe/legal/estatuto_bvl.pdf

106. Estatuto social de CAVALI S.A. I.C.L.V. Ubicado el [30. V. 2018].
Obtenido en:
<http://www.cavali.com.pe/userfiles/ckfinder/files/EstatutoSocialCAVALIvigente2014.pdf>

107. Ley 1870 de 2017, por la cual se dictan normas para fortalecer la regulación y supervisión de los conglomerados financieros y los mecanismos de resolución de entidades financieras (en Colombia). Ubicado el [17. II. 2020]. Obtenido en <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?ruta=Leyes/30033767>

108. LEY N° 26702 texto concordado de la ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica de la superintendencia de banca y seguros (Perú). Obtenido en:
http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/pf_normatividad/20160719_Ley-26702.pdf

109. LEY ORGANICA DE LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. Decreto Ley N° 26126-1992. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/uploads/LEY_ORGANICA.pdf

110. LEY DEL MERCADO DE VALORES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600861&CTEXTO=

111. LEY DE FONDOS DE INVERSION Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS. Decreto Legislativo N° 00862-1996. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DLG0000199600862&CTEXTO=

112. LEY GENERAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y DEL SISTEMA DE SEGUROS Y ORGÁNICA DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
[http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/8CEF5E01E937E76105257A0700610870/\\$FILE/26702.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/8CEF5E01E937E76105257A0700610870/$FILE/26702.pdf)

113. Ley General de Sociedades. Ley N° 26887. Ubicado el [30. V. 2018].
Obtenido en: <https://www.smv.gob.pe/sil/LEY0000199726887001.pdf>
114. Norma Internacional de Contabilidad 24. Información a Revelar sobre Partes Relacionadas. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_public/con_nor_co/vigentes/nic/NIC_024_2014.pdf
115. PRECEDENTE DE OBSERVANCIA OBLIGATORIA N° 001-2020-SMV. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en: https://www.smv.gob.pe/Uploads/Precedente_Obs_Oblig_001-2020_publicado.pdf
116. PRINCIPIOS DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.bvl.com.pe/descarga/principios_buen_gobierno.pdf
117. REGLAMENTO DE EMPRESAS PROVEEDORAS DE PRECIOS. Resolución CONASEV 00101-2009. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_sil_avanzada?data=25AF5F241B31A9BA161EC316039E84722EAC38B028
118. Resolución de Superintendencia N° 00032-2015. Nuevo Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001500032%20&CTEXTO=
119. REGLAMENTO CONTRA EL ABUSO DE MERCADO, NORMAS SOBRE USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y MANIPULACIÓN DE MERCADO. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/sil/MV0005201200000003.pdf>
120. REGLAMENTO DE HECHOS DE IMPORTANCIA E INFORMACIÓN RESERVADA. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSP0005201400000&CTEXTO=

121. REGLAMENTO DE GOBIERNO CORPORATIVO Y GESTIÓN INTEGRAL DE RIESGO. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1708/v2.0/Adjuntos/272-2017.R.pdf

122. Resolución de Superintendencia N° 0005-2012. Reglamento de contra el abuso de mercado. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=MV0005201200000%20&CTEXTO=

123. Resolución de Superintendencia N° 0003-2012." REGLAMENTO DE LA DEFENSORÍA DEL INVERSIONISTA DE LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES". Artículo 3°. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=MV0003201200000%20&CTEXTO=Defensor%C3%AD

124. Resolución de Superintendente N° 00142-2014. "REGLAMENTO DE ENTIDADES ESTRUCTURADORAS DEL MERCADO DE VALORES". Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400142%20&CTEXTO=REGLAMENTO%20DE%20ENTIDADES%20ESTRUCTURADORAS%20DEL%20MERCADO%20DE%20VALORES

125. Resolución CONASEV N° 0055-2001. REGLAMENTO DE SANCIONES. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0055200100000&CTEXTO=

126. Resolución CONASEV N° 0021-1999-EF/94.10. Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.bvl.com.pe/integracion/reglas.pdf>

127. Resolución CONASEV N° 0068-2010. REGLAMENTO DE FONDOS MUTUOS DE INVERSIÓN EN VALORES Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_00682010_00000&CTEXTO=
128. Resolución de Superintendencia N° 00029-2014 REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV000014_00029%20&CTEXTO=
129. Resolución de Superintendencia N° 0019-2015. Reglamento de propiedad indirecta, vinculación y grupos económicos. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001_500019%20&CTEXTO
130. Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 023-2017-SMV/10. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.bvl.com.pe/legal/sanciones/RSASP%20N%C2%B0%20023-2017.docx>
131. Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 006-2019-SMV/10. Ubicado el [30. V. 2019]. Obtenido en: https://www.bvl.com.pe/jsp/lista_sanciones_sabs.jsp?option=1&codisab=ALL
132. REGLAMENTO DE AGENTES DE INTERMEDIACION. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.smv.gob.pe/sil/RSMV00001500034001.pdf>

OTROS

133. Artículo periodístico de Andina. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://andina.pe/agencia/noticia-fondos-mutuos-rinden-hasta-3036-dolares-y-2685-soles-2017-694930.aspx>

134. Expediente N° 001-2003-CLC. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en:
<https://www.indecopi.gob.pe/documents/20182/143803/Res054-2003.pdf>

135. LAS LECCIONES QUE DEJA A LAS EMPRESAS EL CASO GRAÑA Y MONTERO. Ubicado el [17. II. 2020]. Obtenido en:
<http://www.smv.gob.pe/Biblioteca/frmNoticias.aspx?id=866>

136. Reseña Histórica. Bolsa de Valores de Lima. Ubicado el [30. V. 2018]. Obtenido en: <http://www.bvl.com.pe/info4/memorias/2003/Cap3.pdf>

137. Registro de Sanciones SABs. Ubicado el [30. V. 2020]. Obtenido en:
https://www.bvl.com.pe/jsp/lista_sanciones_sabs.jsp?option=1&codisab=ALL

138. Metodología de determinación de empresas reconocidas y de la cartera del IBGC. Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en: <https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/bvl-metodologia-de-determinacion-de-empresas-reconocidas-y-de-la-cartera-del-ibgc-doc-es.pdf>

139. BVL presenta empresas que forman parte del nuevo Índice de Buen Gobierno Corporativo Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en:
<https://www.bvl.com.pe/empresas/alertas/200810%20NP%20Indice%20de%20BGC%20-%20BVL%20-%20WEB.pdf>

140. Marco legal aplicable sobre conflictos de intereses y exposición de motivos sobre las Disposiciones para la aplicación del literal c) del artículo 51 de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por Resolución SMV N° 029-2018-SMV/01 (norma sobre transacciones entre partes vinculadas) Ubicado el [26. VIII. 2020]. Obtenido en
<http://www.smv.gob.pe/Uploads/ExposiciondeMotivosDispliteralcart51LMV.pdf>

141. CODIGO DE ETICA. DIVISO GRUPO FINANCIERO, 2019, p 13. Ubicado el [16. VI. 2020]. Obtenido en:
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={C0E9246F-0000-CA18-8CEE-1DBC72342FB}>